



Октябрь: Там, за горизонтом...

27 сентября 2002

www.alfabank.ru

Москва

Тема: Реформа дает основание для повышения прогноза ВВП

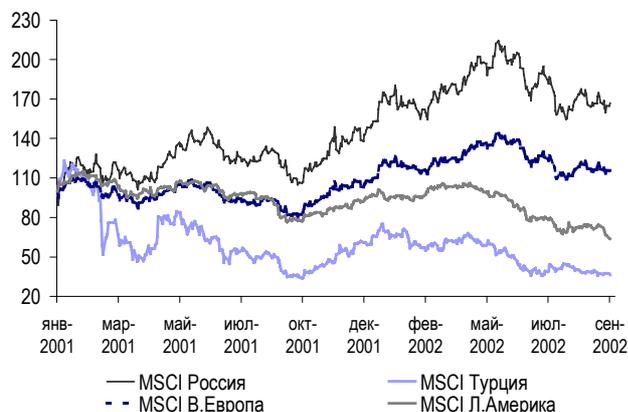
- Рост ВВП прогнозируется теперь на уровне 3,8% (в 2002–03 гг.); мы повышаем расчетную цену на нефть в 2002 г. до \$24,8/баррель. За 8 месяцев 2002 г. объем производства в нефтяном секторе вырос на 6% по сравнению с 3,8% в целом по промышленным отраслям. Реализация прогноза по цене нефти особенно важна для достижения расчетного темпа роста ВВП 3,8%.
- Коэффициент «кредиты/прибыль» вырос с 10% (в 1999 г.) до 30% (в 2002 г.); налоговая реформа — решающее условие предотвращения «плохих кредитов». Рост соотношения «кредиты/прибыль» до 30% в 2002 г. позволяет повысить прогноз по темпам роста ВВП в долгосрочной перспективе. Однако поскольку при росте объема кредитования возрастает и опасность кризиса, связанного с невозвратом займов, продолжение структурной реформы (в т.ч. снижение налогов) должно стать серьезным подспорьем банковскому сектору.
- Начавшиеся летом продажи продолжились и в сентябре, несмотря на возвращение инвесторов из отпусков. Ожидания войны с Ираком, вкупе с сообщениями о снижении прибылей американских корпораций, привели к падению фондовых индексов США до наинизших за последние 6–8 лет значений. Результаты выборов в Германии лишь усилили сомнения в способности еврозоны избежать экономического спада.
- Появление хороших новостей может поддержать акции, даже если зарубежные инвесторы будут демонстрировать низкую активность. Руководству РАО ЕЭС требуется доказать свою решимость внести в план реструктуризации изменения, направленные на улучшение взаимоотношений с инвесторами. Поскольку возможность быстрого отстранения Саддама Хусейна от власти уже учтена в ценах акций, Юкос и ЛУКойл, скорее всего, выиграют благодаря тесным связям с США и интегрированности их бизнеса в мировую экономику. Акции Газпрома могут вновь привлечь внимание инвесторов в ходе начинающегося road-show нового выпуска еврооблигаций.

Основные идеи

Компания	Цена		Изменение		ADV*	Расч. цена	Потенциал роста
	АДР	Лок.	MTD	YTD			
		\$	%	%	\$ млн.	\$	%
Газпром	11,5	0,682	-17	32	2,9	1,2	76
ЛУКойл	66,1	16,4	3	34	1,9	20,5	25
Юкос	138,8	9,21	7	77	1,1	11,8	28
ВымпелКом	Н/Д	24,8	5	-5	3,8	32,0	29
Голден Телеком	Н/Д	12,5	-7	7	0,5	24,0	92
ГМК Норильский Никель	18,0	17,3	-8	2	0,8	31,6	83
Уралмаш-Ижора	4,0	4,3	-5	13	0,0	7,3	70

Примечание: * средний объем торгов в день; н/т — нет торгов
Источники: РТС, Блумберг, оценки Альфа Банка

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

Последние публикации

Отчет Норильского Никеля за 2001 г. по МСФО: сокращение прибыли вследствие низких цен на МПГ

Максим Матвеев CFA Сентябрь 27, 2002

Россия 2003: финансовые реформы

Наталья Орлова Сентябрь 23, 2002

Сан Интербрю: из-за роста издержек рекомендация по акциям изменена на НАКАПЛИВАТЬ

Максим Матвеев CFA, Наталья Шевелева Сентябрь 17, 2002

Уралмаш-Ижора: рост выручки на 36% при прежней норме EBITDA

Максим Матвеев CFA Сентябрь 17, 2002

Итоги Ростелекома за 1 полугодие 2002 г. — ниже, рентабельность выше

Андрей Богданов, Елена Роговина Сентябрь 16, 2002

ЛУКойл: снова в лидеры путем реструктуризации

Константин Резников, Анна Бутенко Сентябрь 12, 2002

Отчет Вимм-Билль-Данн за 1-е полугодие 2002 г.: рост выручки, но не прибыли

Максим Матвеев CFA Сентябрь 12, 2002

Бюджет 2003 г.: пора использовать финансовый резерв

Наталья Орлова Сентябрь 9, 2002

Башкирские НПЗ: 3-Х Потенциал Роста при Приватизации

Константин Резников, Александр Свинов Сентябрь 2, 2002

Балтика в 1 половине 2002 г.: продажи выросли на 53%, чистый доход — на 25%

Максим Матвеев, CFA, Наталья Шевелева Август 29, 2002

МТС и ВымпелКом: до 3 % стоимости компаний обеспечивают регионы

Андрей Богданов, Елена Роговина Август 29, 2002

Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно

СОДЕРЖАНИЕ:

Комментарии по рынку.....	3
Реформа дает основание для повышения прогноза роста ВВП	6
Рост ВВП на 3,8% в 2002 г. был поддержан нефтяным сектором	6
Темпы роста: 5% в секторе услуг против 3,8% в промышленности.....	7
Коэффициент «кредиты/прибыль» вырос с 10% (в 1999 г.) до 30% (в 2002 г.).....	8
Увеличение реальных доходов населения (на 8%) жизненно важно для роста ВВП....	9
Динамика и оценка акций.....	11
Графики	14
Календарь событий	16
Экономика и политика.....	17
Новости компаний и отраслей	19
Нефть и газ	19
Энергетика	23
Телекомы	25
Металлургия.....	28
Машиностроение	30
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	31
Банковский сектор	33
Рынок облигаций	34
Технический анализ	36
Индекс РТС: начало восходящего тренда.....	36

Сергей Глазер СФА
(44 20) 7382-4165

Комментарии по рынку

После возвращения инвесторов из отпусков продажи продолжились

Усилившаяся угроза войны и сокращение прибылей компаний способствовали снижению цен акций

Чистый отток средств в середине сентября превысил их приток в начале месяца

Результаты выборов в Германии усилили сомнения в устойчивости экономики еврозоны

Сентябрьский обзор: продажа бумаг продолжается

Возвратившимся из отпусков в начале сентября инвесторам пришлось отвечать на вопрос: достиг ли рынок «дна», или же котировки по-прежнему слишком высоки? Вялость рынка накануне годовщины событий 11 сентября не имела последствий: предложение Ирака в очередной раз допустить на объекты инспекторов ООН породило надежды на то, что можно будет миновать войны. Однако рынок вновь оказался во власти продавцов.

Спустя некоторое время рынок стал жить ожиданиями неминуемой военной операции против Ирака. Одновременно выходили отчеты о прибылях компаний и данные о состоянии экономики. Компании целого ряда отраслей сообщили, что прибыль может оказаться ниже расчетной. Среди них одна из крупнейших компьютерных компаний — EDS (сокращение расходов корпораций на IT-технологии), инвестбанк Morgan Stanley и даже пионер глобализации McDonald's (низкий объем продаж как в США, так и в Европе). В это же время вновь возникла угроза скандалов, связанных с корпоративным управлением и новыми исками против американских инвестбанков. К концу месяца основные индексы скатились до самых низких за последние несколько лет значений.

Движение средств в инвестфондах с зеркальной точностью отражало настроение рынка: в течение первой полной недели после Дня труда чистый приток средств составил \$2,6 млрд (в основном зарубежные бумаги). Однако уже на следующей неделе ситуация круто изменилась: чистый отток средств достиг \$6,3 млрд (деньги выводились в равной мере из американских и зарубежных акций). В фондах, инвестирующих в зарубежные акции, происходили погашения, затронувшие как развитые, так развивающиеся рынки. Фонды недвижимости уже восьмью неделю подряд (после короткого перерыва в июле) сообщают о притоке средств, что свидетельствует об инвестиционной непривлекательности других секторов рынка.

Результаты выборов в Германии усилили сомнения в способности еврозоны избежать экономического спада. Осознание того, что незначительный перевес новой коалиции «красно-зеленых» ограничивает возможности канцлера Шредера по введению чрезвычайных экономических мер, заставило инвесторов продавать акции немецких и других европейских компаний.

Илл 1. Динамика ведущих мировых фондовых индексов

Страна	Индекс	Изменение с начала месяца %	Изменение с начала года %	Последнее Закрытие*	Последние 52 недели	
					Максимум	Минимум
Развитые рынки						
США	S&P 500 Индекс	-10.57	-28.64	819.3	1,177.0	775.7
Великобритания	FTSE 100 Индекс	-13.16	-29.64	3,671.1	5,411.2	3,609.9
Германия	DAX Индекс	-22.62	-44.32	2,873.2	5,467.3	2,774.4
Япония	Nikkei 225 Индекс	-3.09	-11.58	9,321.6	12,081.4	8,969.3
Развивающиеся						
Польша	Warsaw Stock Exchange WIG 20 Индекс	-6.28	-12.82	1,053.4	1,484.9	978.0
Венгрия	Budapest Stock Exchange Индекс	-5.24	1.86	7,263.6	9,019.4	5,751.2
Турция	Turkey Stock Market National 100	-4.98	-34.18	9,072.0	15,000.0	7,414.0
Бразилия	Brazil Bovespa Stock Индекс	-11.88	-32.62	9,148.4	14,495.3	9,016.7
Россия	РТС Индекс	0.67	30.52	335.12	426.91	173.69

Примечание: * Данные на 24 сентября 2002 г.

Источник: Bloomberg



На российском рынке преобладали отечественные игроки, обороты оставались не большими

Объем торгов на российском рынке остается низким: надежды на то, что возвратившиеся из отпусков инвесторы поддержат упавшие бумаги, не оправдались. На рынке по-прежнему преобладают российские игроки, с тревогой наблюдающих за тем, что происходит на Уолл-Стрит. Средний дневной оборот в сентябре несколько вырос — до \$10 млн. на РТС и \$70–80 млн. на ММВБ (в Лондонской системе SETS обороты пока остаются низкими).

РАО ЕЭС не удалось «выдать» хорошие новости, которых ожидал рынок (гарантии учета интересов инвесторов в ходе реструктуризации), что способствовало снижению котировок акций компании. В качестве финансового консультанта по вопросам реструктуризации РАО ЕЭС выбрало консорциум Merrill Lynch и Альфа-Банка, однако, о новом плане действий было объявлено только на инвестиционной конференции 25 сентября. Рынок отреагировал положительно: в тот же день акции РАО поднялись на 8,6%.

Отчет за 2001 г. по МСФО, опубликованный ГК «Норильский никель», обеспокоил инвесторов. При сокращении выручки и росте издержек увеличение прибыли стало возможным лишь в результате сокращения резервов на содержание объектов социальной сферы. Акции компании снижались на протяжении целой недели, несмотря на широко рекламируемое в СМИ решение о рассекречивании данных о производстве и поставках цветных металлов.

Прогноз на октябрь: нефтегазовый сектор может снова стать привлекательным

В октябре хорошие новости могут прийти из нескольких компаний:

В ходе ряда торговых сессий в сентябре преобладание отечественных игроков было очевидным: акции российских компаний пошли вверх, несмотря на падение индексов зарубежных фондовых бирж. Если появятся хорошие новости, связанные с деятельностью российских компаний, цены их акций в октябре могут подняться еще выше, даже если зарубежные инвесторы по-прежнему будут проявлять пассивность. Такие новости могут прийти из нескольких компаний.

руководству РАО ЕЭС следует предпринять меры по улучшению взаимоотношений с инвесторами..,

Во-первых, после внесения столь необходимых изменений в план реструктуризации РАО ЕЭС его руководству потребуется доказать свою решимость улучшить взаимоотношения с инвесторами. После недавней активной распродажи акций РАО их цена заметно снизилась, и поэтому шансы на оживление высоки. Тем не менее, нельзя исключать, что бурные дебаты по законопроектам о реструктуризации в Думе могут привести к очередному срыву тенденции.

...становится ясно, что в случае ликвидации режима Саддама Хусейна преимущество получат Юкос и ЛУКОЙЛ..,

По мере завершения подготовки к войне с Ираком инвесторы начинают задумываться о последствиях этой войны для российских компаний, в первую очередь нефте- и газодобывающих. Поскольку возможность быстрого отстранения Саддама Хусейна от власти уже учтена в ценах акций, ведущие российские компании, в частности Юкос и ЛУКОЙЛ, вынашивающие амбициозные планы экспансии на зарубежные рынки, скорее всего, выиграют благодаря тесным связям с США и интегрированности их бизнеса в мировую экономику.

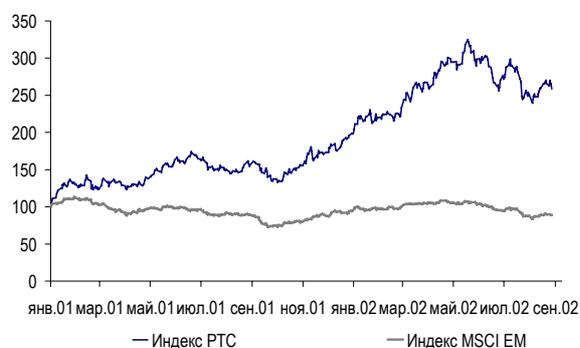
...«перепроданные» акции Газпрома могут вновь пойти вверх после начала road-show

Наконец, акции Газпрома, показавшие динамику «хуже рынка», могут вновь привлечь внимание инвесторов: вскоре компания начинает road show нового выпуска еврооблигаций. Теперь у руководства Газпрома появляется возможность доложить инвесторам (в соответствии с решениями недавнего общего собрания акционеров) о результатах реструктуризации и сокращении издержек, а также обнародовать новую стратегию компании. Кроме того, в готовящемся сейчас к публикации отчете за 1-й кв. 2002 г. по МСФО могут появиться признаки роста рентабельности.

Акции компаний «второго эшелона», которые мы рекомендуем инвесторам в первую очередь (ОНАКО, Мегионнефтегаз и Уфанефтехим), также

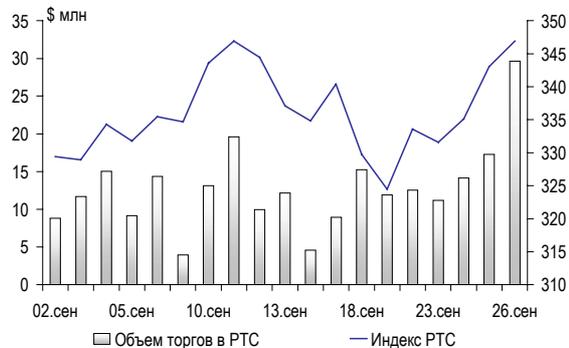
могут выиграть в случае усиления интереса к бумагам российского нефтегазового сектора. Ликвидность указанных акций «второго эшелона» довольно низкая, однако большой потенциал их роста (75-150%) более чем оправдывает связанные с этими бумагами риски.

Илл. 2. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2001 года, январь 2001 – сентябрь 2002



Прим.: * Значение открытия в январе 2001 — 100
Источники: РТС, Bloomberg

Илл. 3. Динамика РТС, с начала месяца*, сентябрь 2002



Прим.: * Данные до 26 сентября 2002
Источник: РТС



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Реформа дает основание для повышения прогноза роста ВВП

- Рост ВВП прогнозируется теперь до 3,8% (в 2002-2003 гг.); мы повышаем расчетную цену на нефть (в 2002 г.) с \$22/баррель до \$24,8/баррель
- Коэффициент «кредиты/прибыль» повысился с 10% (в 1999 г.) до 30% (в 2002 г.); в деле предотвращения «плохих кредитов» решающую роль сыграет налоговая реформа
- Ключевым событием в 2002 г. оказался рост реальных доходов населения (8%); важными факторами влияния на экономику стали выборы и оптимизация распределения доходов

Рост ВВП на 3,8% в 2002 г. был поддержан нефтяным сектором

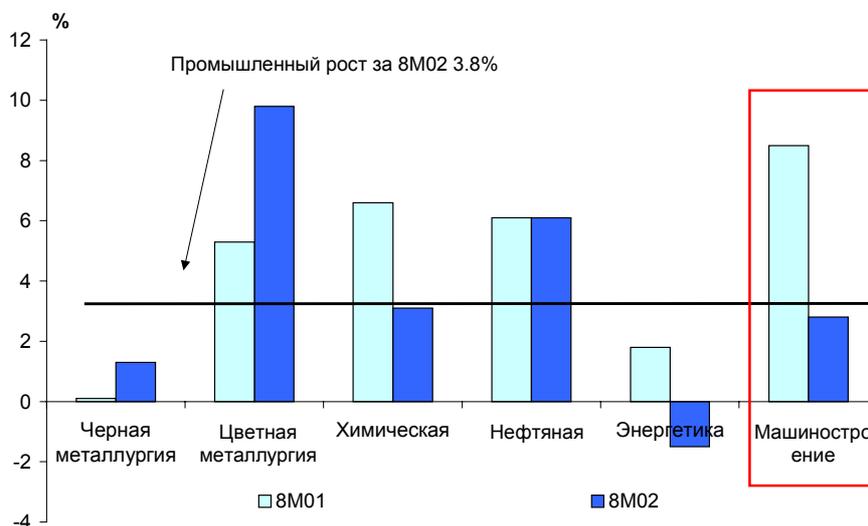
Мы пересмотрели наш прогноз роста ВВП на 2002 г. (с 3,5% до 3,8%)

Прогноз цены нефти сорта Брент повышен на \$2,8 за баррель (до \$24,8/баррель)

После того, как были опубликованы довольно ободряющие цифры роста промышленного производства в июле-августе (3,8-3,9%), правительство повысило прогноз роста ВВП (в годовом исчислении) с 3,6 до 3,9%. Мы также пересмотрели наш прогноз роста ВВП на 2002 г. (с 3,5% до 3,8%).

Помимо более интенсивного, чем ожидалось, промышленного роста мы выявили ряд факторов, работающих в пользу увеличения ВВП во 2-м полугодии 2002 г. В частности, цены на нефть оказались лучше ожидавшихся, и недавно мы повысили прогноз средней цены нефти сорта Брент для 2002 г. (с \$22/баррель до \$24,8/баррель).

Илл. 4. Промышленное производство (8 месяцев 2002 г. к 8 месяцам 2001 г.)



Источник: Госкомстат

Нефтяной сектор играет ведущую роль в показателях выпуска промышленной продукции

На этот раз воздействие более высоких, чем ожидалось, нефтяных цен на рост промышленного производства будет, по сравнению с прошлыми годами, скромнее. Это подтверждает тот факт, что нефтяной и экспортный секторы по темпам роста опережают промышленный сектор, тогда как сектора, ориентированные на внутренний рынок, показывают слабые темпы роста. Оценка реального обменного курса валюты явным образом снижает привлекательность инвестиций в отечественную промышленность, и это уже отразилось на замедлении производства в машино-



строении (где рост за 8 месяцев 2002 г. составил лишь 2,8% против 8,5% за аналогичный период 2001 г.).

Темпы роста: 5% в секторе услуг против 3,8% в промышленности

В 2002 г. сектор услуг вырос на 5% (по сравнению с темпом роста промышленного производства в 3,7%)

Хотя центр тяжести российской экономики пока приходится на нефтяной сектор, в 1-м полугодии 2002 г. появились признаки того, что структура ВВП улучшается. В частности, если в 2001 г. сектор услуг развивался темпом 3,7% (против 5,0% роста ВВП), то в 1-м кв. — 2-м кв. 2002 г. услуги опережали рост ВВП на 0,5-0,6 процентного пункта. Это ясно указывает на то, что структура российского ВВП приближается (в тенденции) к структуре ВВП развитых стран, где на сектор услуг приходится около 70% ВВП (сегодня в России его доля равна лишь 50%).

Илл. 5. Рост по секторам, в годовом исчислении

	2001 г.	1-й кв. 2002 г.	2-й кв. 2002 г.
Рост ВВП	5	3.7	4.1
Производство товаров	6.5	2.8	3.7
Промышленных	4.9	2.6	3.9
Потребительских	10.8	2.6	3
Сельскохозяйственных	9.9	4.7	3.2
Услуги	3.7	4.2	4.5
Транспорта	4.6	4.6	5
Розничной торговли	5.9	5.5	4.2
Вне рыночные услуги	-0.8	1.6	2.2

Источник: Госкомстат

Высокий темп роста услуг уменьшает зависимость роста ВВП от повышения обменного курса рубля

Ускоренный темп роста услуг — факт положительный (по двум причинам). Во-первых, он уменьшает зависимость роста ВВП от роста обменного курса рубля, поскольку производство «необращающихся» (non-traded) товаров не подвержено влиянию такого фактора, как изменчивость реального обменного курса валюты.

Будет позволено энергичнее повышать тарифы

Во-вторых, большая доля услуг в структуре ВВП позволит правительству энергичнее повышать тарифы. В прежние периоды негативное влияние повышения тарифов на рост ВВП считалось главным препятствием на пути к более энергичной тарифной политике. Теперь же, когда услуги гораздо меньше, чем реальный сектор, зависят от высоких тарифов, большая доля услуг в ВВП уменьшает этот негативный эффект.

Рост тарифов заставил компании модернизировать оборудование,...

Еще один признак уменьшения зависимости российской экономики от роста тарифов — то, что российские компании в 1-м полугодии 2002 г. снизили потребление энергии на 1,3%. Это снижение не может быть объяснено замедлением роста ВВП, и является результатом повышения эффективности производства. Рост тарифов на газ и электричество в 2000-2001 гг. (на 60% и 86%, соответственно) заставил ряд компаний модернизировать оборудование.

...однако дальнейшее повышение тарифов все же потребуются

Тем не менее, вопреки всем признакам улучшения, экономика России остается довольно неэффективной в смысле энергопотребления. Для производства \$1 ВВП (с учетом покупательной способности валюты) Россия затрачивает энергии в три раза больше, чем развитые страны, и вдвое больше, чем Канада. Мы полагаем, что для устранения подобной неэффективности потребуются долгий период времени и дальнейшее повышение тарифов.

Кoeffициент «кредиты/прибыль» вырос с 10% (в 1999 г.) до 30% (в 2002 г.)

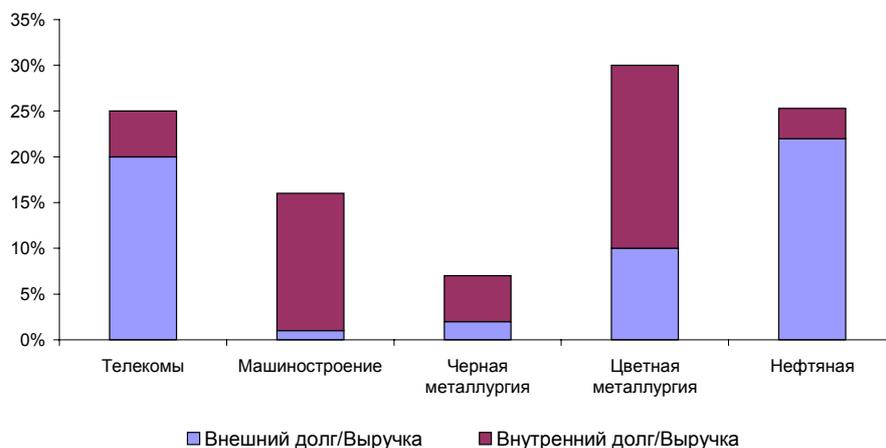
Расширение кредитов — аргумент в пользу оптимистического прогноза роста ВВП

Экспортный сектор делает займы за границей

Еще один повод ждать ускорения роста ВВП – расширение доступа к кредитным ресурсам. Раньше мы утверждали, что слабая степень кредитования российской экономики угрожает замедлить рост ВВП. Теперь мы рассматриваем расширение кредитов как аргумент в пользу оптимистичных прогнозов относительно роста ВВП.

Российские экспортеры получают доступ к международным кредитным ресурсам. В 1-м полугодии 2002 г. экспортные компании заняли за границей около \$3 млрд. (под низкий международный процент). Нефтяной сектор и цветная металлургия России сильно зависят от иностранных займов (см. Илл. 6). В то же время этот факт заставляет отечественных банкиров корректировать ставки по кредитам в сторону снижения.

Илл. 6. Долги перед отечественными и иностранными кредиторами, по секторам российской экономики (от доли выручки)



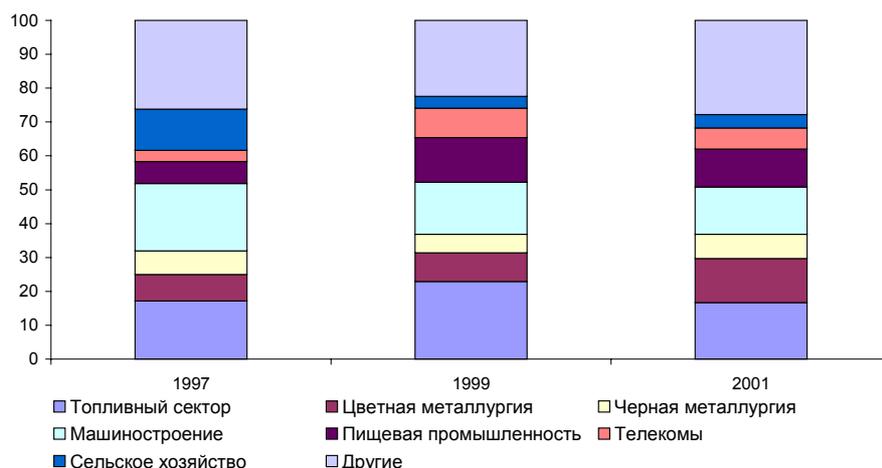
Источник: Отчеты компаний

Российские банки диверсифицируют кредитный портфель

Чтобы избежать роста «плохих кредитов», важно проводить налоговую и законодательную реформы

В целях сохранения прибыльности своего бизнеса российские банки диверсифицировали кредитование по разным секторам экономики. Так, доля нефтегазового сектора в кредитных портфелях банков опустилась ниже уровня 1997 г. (см. Илл. 7). При этом пищевая промышленность и малый бизнес получают больший доступ к займам. Кроме того, крупнейшие банки приступают к организации потребительского кредита.

Учитывая, что сегодня российские банки, которым необходимо резко улучшить финансовые показатели, активно заняты кредитованием, мы оцениваем банковскую реформу как фактор, постепенно теряющий свою весомость. Так, возможная отсрочка запланированного в декабре 2002 г. утверждения схемы страхования депозитов уже не станет негативной новостью для рынков. В то же время большее значение приобретают другие реформы, такие как налоговая, реформа системы управления («дебюрократизация») и т.д. Чтобы придать устойчивость кредитному буму и предотвратить его перерастание в кризис сферы кредитования, правительству следует сосредоточиться на экономической реформе.

Илл. 7. Структура кредитования, 1997-2001 гг.


Источник: ЦБР

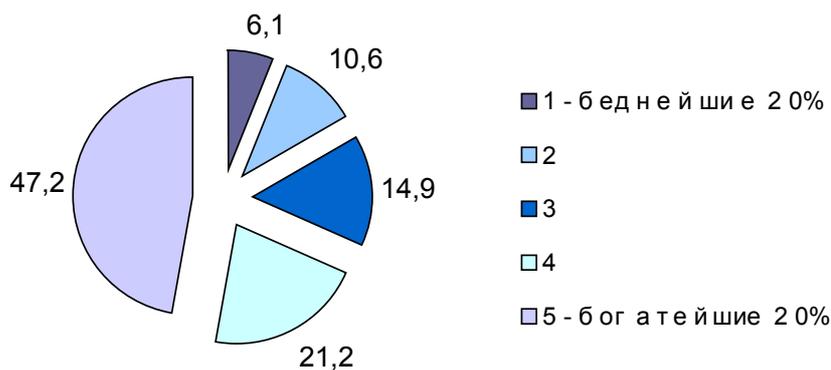
Увеличение реальных доходов населения (на 8%) жизненно важно для роста ВВП

Увеличение реальных доходов — важный фактор роста ВВП

Еще один важный аргумент в пользу мощного роста ВВП – быстрое увеличение реальных доходов населения. В 1-м полугодии 2002 г. реальные доходы выросли, в годовом исчислении, на 8% (по сравнению с ростом в 6% в 2001 г.).

Доля накоплений упала до 4,1% доходов, доля потребления растет

Другое позитивное изменение: увеличение доли доходов, направляемых на потребление. Доля накоплений в личном доходе населения упала с 4,9% (в 2001 г.) до 4,1% (в 1-м полугодии 2002 г.).

Илл. 8. Распределение дохода, в %


Источник: Госкомстат

Главным позитивным катализатором будет более справедливое распределение доходов

Ожидается, что главным позитивным катализатором в этой сфере станет оптимизация распределения доходов. Сегодня наиболее обеспеченные 20% населения России получают, по грубым подсчетам, 45% совокупного дохода. Пока «средний класс» остается узкой группой, трудно ожидать, что отечественное потребление сыграет важную роль в поддержании роста ВВП.



**От выборов ожидают
ускоренного роста ре-
альных доходов**

С учетом приближающихся выборов мы ожидаем также ускоренного роста реальных доходов населения, что послужит еще одним доводом в пользу улучшения динамики ВВП.

Илл. 9. Россия в цифрах, 2001-2003 гг.

	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Цена нефти сорта Brent, \$/баррель	24.4	24.8	22.0	20.0	20.0
Экспорт, \$ млрд	102.0	99.0	98.0	99.0	101.0
Импорт, \$ млрд	51.0	55.0	60.0	66.0	70.0
Торговый баланс, \$ млрд	51.0	44.0	38.0	33.0	31.0
Объем зарубежных долгов, \$ млрд, на конец года	134.1	123.1	116.2	110.0	116.0
Рост ВВП, %, в годовом исчислении	5.0	3.8	3.8	4.3	4.5
Промышленное производство, %, год-к-году	5.2	3.5	3.4	3.6	3.7
Инфляция, % годовых	18.6	15.0	12.0	11.0	14.0
Соотношение рубля к доллару, на конец года	30.1	33.2	36.8	40.5	43.1
Соотношение рубля к доллару, в среднем	29.2	31.3	35.0	38.7	41.8

Источники: Госкомстат, оценка Альфа-Банка



Динамика и оценка акций

Илл. 10. Динамика АДР, с начала месяца, на 26 сентября

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР / АДА	Цена \$	Изменение		За 52 недели	
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$
Нефть и Газ								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	2	11,5	-8,8	16,3	20,6	8,3
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31	66,1	2,9	34,9	73,3	36,0
Сибнефть	1	10 в 1	4	19,3	5,5	156,7	25,8	4,8
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19	18,3	4,3	15,9	23,8	10,3
Татнефть	2	20 в 1	25	15,8	18,5	53,4	17,3	8,0
Юкос	1	15 в 1	20	138,8	5,1	78,5	172,5	46,5
Энергетика								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	2,5	-16,7	-33,3	4,6	2,2
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6	18,6	-26,9	-36,7	50,3	18,6
Мосэнерго	1	100 в 1	23	2,9	16,0	-27,5	5,0	2,2
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22	8,6	-4,8	-45,0	18,2	7,5
Телекоммуникации								
ВымпелКом	3	3 в 4	~100	24,8	5,1	-5,0	34,8	15,8
Голден Телеком	3	1 в 1	100	12,5	-7,4	7,1	20,5	7,1
МТС	3	20 в 1	100	31,2	5,8	-12,6	40,0	23,0
МГТС	1	1 в 10	17	6,1	-8,8	-11,4	8,4	4,8
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	9	1,7	0,0	0,0	3,0	1,5
Ростелеком	2	6 в 1	20	6,1	-6,7	16,2	9,9	2,7
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	2,0	12,4	4,7	3,6	1,2
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	2,7	-37,8	-17,5	8,0	2,8
Прочие сектора								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17	18,0	-2,7	4,3	25,3	10,7
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21	4,0	-9,3	-8,9	7,1	2,9
ГУМ	1	2 в 1	32	2,3	-12,6	-29,6	4,6	2,0
Вимм Билль Данн	3	1 в 1	26	17,0	-6,2	-5,0	25,4	16,8
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32	5,4	0,0	10,0	8,9	2,8

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 11. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 26 сентября

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV млн. \$	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
Нефть и Газ														
Газпром	0,682	-17	32	1,132	0,516	2,9	17 742	5,2	4,7	5,9	4,6	1,200	76	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	16,35	3	34	18,23	9,125	1,9	13 907	6,6	6,5	4,2	4,1	20,5	25	НАКАПЛИВАТЬ
Сибнефть	1,95	3	168	2,17	0,49	0,3	9 246	7,1	7,4	5,9	5,2	2,1	8	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,3574	5	14	0,470	0,214	1,4	8 385	4,6	6,2	3,2	3,5	0,6	68	ПОКУПАТЬ
Татнефть	0,7945	18	51	0,853	0,409	1,0	1 797	2,6	3,2	3,1	2,5	1,1	38	ПОКУПАТЬ
Юкос	9,21	7	77	11,38	3,15	1,1	19 573	5,6	6,4	4,9	4,0	11,8	28	НАКАПЛИВАТЬ
Petrobras	11,9	-9	-16	26,9	11,8	0,1	12 436	4,8	4,0	2,1	2,0			
MOL	21,7	2	9	22,1	14,3	6,4	2 124	Н/З	7,4	22,1	5,6			
PetroChina	0,2	2	17	0,2	0,2	9,2	36 520	6,4	6,9	3,5	3,4			
Среднее								5,6	6,1	9,2	3,7			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,065	4	-21	0,092	0,058	0,0	310	Н/З	Н/Д	-20,5	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Ленэнерго	0,253	-10	-29	0,505	0,240	0,0	193	5,6	Н/Д	2,5	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Мосэнерго	0,030	19	-27	0,048	0,024	0,8	848	94,2	Н/Д	3,0	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
РАО ЕЭС	0,088	-1	-44	0,179	0,076	3,6	3 612	2,6	Н/Д	2,5	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Запрещено
CEZ	3,0	0	22	3,2	1,8	2,0	1 475	5,0	3,5	3,5	3,9			
Copel	2,2	-23	-49	6,0	2,2	1,1	1 169	9,1	4,9	4,7	4,0			
Eletrobras	4,7	-23	-48	11,9	4,5	11,5	4 839	5,5	3,1	4,4	6,1			
Среднее								6,5	3,8	4,2	4,7			
Телекомы														
МГТС	6,0	0	0	7,5	4,8	0,0	525	45,6	18,9	5,1	3,7	7,0	17	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	8,6	0	1	10,0	5,6	3,5	3 791	10,1	7,3	2,5	2,2			
Tele Norte Leste	4,8	-6	-41	9,0	4,3	3,6	2 211	20,8	10,8	1,3	2,1			
Среднее								15,4	9,0	1,9	2,2			
Ростелеком	1,005	-8	10	1,660	0,455	0,2	878	7,3	5,9	3,0	2,5	1,45	44	ДЕРЖАТЬ
Indosat	0,96	-10	-9	1,56	0,79	2,1	989	7,2	6,6	4,2	2,8			
Embratel	0,76	4	-71	3,56	0,50	5,3	244	Н/З	Н/З	2,7	1,6			
Среднее								7,2	6,6	3,5	2,2			
Вымпелком	24,8	5	-5	34,8	15,8	3,8	1 334	28,2	15,9	10,1	6,6	31,0	29,0	ПОКУПАТЬ
МТС	31,2	6	-13	40,0	23,0	1,0	3 110	15,0	12,0	7,6	5,5	38,0	22	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	0,005	-5	-36	0,008	0,002	4,5	2 424	14,4	13,5	2,4	6,0			
Mobinil	7,2	-6	-16	12,1	6,3	4,0	708	6,8	6,3	4,5	4,2			
Среднее								6,8	9,9	3,5	5,1			
Голден Телеком	12,5	-7	7	20,5	7,1	0,5	301	Н/З	10,0	11,6	3,3	24,0	92	ПОКУПАТЬ
Netia	0,4	-42	-64	2,3	0,4	0,1	14	Н/З	Н/З	Н/З	15,9			
Металлургия														
Норильский Никель	17,3	-8	2	25,0	15,0	0,8	3 701	7,9	10,8	3,1	3,9	31,6	83	ПОКУПАТЬ
Ampplats	33,3	-2	-20	51,3	26,3	0,7	7 216	11,3	10,7	7,2	6,7			
Eramet	21,5	-17	-36	38,9	20,6	0,0	539	9,8	6,6	3,6	3,7			
WMC	3,9	-6	-25	5,6	3,6	3,8	7 817	16,3	15,4	8,1	8,2			
Среднее								12,5	10,9	6,3	6,2			
Северсталь	49,0	-8	11	84,0	34,5	0,0	1 082	-2,3	6,3	3,8	2,8	65,0	33	ДЕРЖАТЬ
China Steel	0,4	-4	14	0,5	0,3	13,4	4 036	18,9	16,6	8,1	7,6			
POSCO	87,3	-1	-12	132,2	59,9	0,3	8 171	12,6	9,8	5,7	5,4			
Среднее								15,8	13,2	6,9	6,5			
Продукты														
Балтика	14,5	0	59	15,3	9,0	0,0	1 553	12,0	9,9	7,7	6,2	18,0	24	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	5,4	0	10	8,9	2,8	0,0	425	7,5	7,9	5,8	6,0	6,5	20	НАКАПЛИВАТЬ
Вимм Билл Данн	17,0	-6,2	-5,0	25,4	16,8	1,4	748,0	23,6	14,7	11,5	8,8	25,3	48,8	
Okosit	3,2	9	21	4,2	2,4	0,0	69	52,0	15,8	12,4	9,5			
Grupo Modelo-C	2,4	2	19	2,6	1,9	2,9	1 552	22,4	19,9	1,7	1,5			
Среднее								37,2	17,9	7,1	5,5			
Торговля														
ГУМ	1,35	0	-6	1,80	1,25	0,0	81	6,4	5,1	3,3	3,0	2,10	56	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	3,0	-3	21	3,3	2,3	0,0	260	14,1	15,7	11,4	10,2			
Matahari Putra Prima	0,1	0	26	0,1	0,0	0,6	165	5,7	4,9	2,3	2,0			
Среднее								9,9	10,3	6,9	6,1			
Машиностроение														
ОМЗ	4,3	-5	13	6,4	2,8	0,0	152	5,9	9,1	2,8	2,3	7,3	70	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	14,0	-19	-32	30,8	13,4	0,2	1 060	8,3	3,2	4,8	4,3			
Atlas Copco	18,3	-12	-27	28,2	16,3	1,0	3 746	11,2	11,6	5,0	5,1			
Среднее								9,7	7,4	4,9	4,7			

Примечание: н/д — нет данных, н/з — не значимо

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка



Илл. 12. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 26 сентября

Тикер Компания Тикер	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2001П	2002П	2001П	2002П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	5,05	-1	-8	7,25	3	7,6	577	5,6	5,5	2,6	2,9	9,6	90	ПОКУПАТЬ
Пурнефтегаз	3	0	-19	5,5	2	9,2	287	13,3	8,0	6,1	4,7	2,4	-20	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,4	0	-9	3,25	2,4	0,9	167	3,9	4,4	5,0	4,1	4,5	88	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	85	0	209	100	27,5	0,3	312	3,7	4,2	2,2	1,7	140	65	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,125	0	24	0,183	0,070	27,6	130	2,6	Н/Д	1,6	Н/Д	0,20	60	Запрещено
Красноярскэнерго	0,300	0	273	0,320	0,081	3,2	179	38,0	Н/Д	8,7	Н/Д	0,15	-50	Запрещено
Кубаньэнерго	2,60	0	31	3,1	1,6	10,9	46	10,7	Н/Д	2,2	Н/Д	3	15	Запрещено
Кузбассэнерго	0,125	0	6	0,220	0,088	60,1	76	Н/3	Н/Д	2,1	Н/Д	0,300	140	Запрещено
Новосибирскэнерго	3,25	0	81	4	1,8	0,0	44	Н/3	Н/Д	10,3	Н/Д	4	23	Запрещено
Пермэнерго	1,42	0	-11	2,15	1,42	17,8	51	4,1	Н/Д	1,1	Н/Д	2,5	76	Запрещено
Ростовэнерго	0,012	0	-23	0,020	0,011	16,9	36	9,0	Н/Д	4,5	Н/Д	0,02	74	Запрещено
Самараэнерго	0,035	0	23	0,041	0,025	19,7	123	10,5	Н/Д	3,8	Н/Д	0,040	14	Запрещено
Свердловэнерго	0,154	6	52	0,168	0,08	24,1	81	15,8	Н/Д	1,3	Н/Д	0,157	2	Запрещено
Челябэнерго	0,010	19	44	0,072	0,005	0,7	47	21,8	Н/Д	1,8	Н/Д	0,012	19	Запрещено
Телекомы														
Башинформсвязь	0,075	0	7	0,088	0,07	7,9	72	6,8	2,1	2,6	2,1	0,09	20	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	0,81	-19	-11	1,45	0,72	67,3	85	9,9	3,0	2,8	1,5	1,64	102	ПОКУПАТЬ
Северо-Зап. Телеком	0,39	0	-7	0,57	0,3575	25,2	206	18,3	14,4	3,7	4,9	0,49	26	ПОКУПАТЬ
Сибирь Телеком	0,02	-3	-5	0,03	0,02	0,49	55	7,3	3,6	2,2	1,5	0,04	111	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинфооорм	0,010	-1	11	0,778	0,007	58,3	86	68,8	12,9	3,5	13,9	0,016	63	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,1985	-3	-17	0,37	0,193	84,3	111	30,0	9,0	5,2	2,9	0,34	71	НАКАПЛИВАТЬ
Юж Телеком	0,058	-2	-5	10,69	0,04	70,3	83	7,9	2,5	2,5	1,7	0,13	124	ПОКУПАТЬ
Другие сектора														
Аэрофлот	0,280	-1	-21	0,407	0,270	51,1	311	158,6	24,2	5,1	4,2	0,330	18	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	29	5	63	38,9	10,25	163,9	852	5,4	1,9	2,8	2,2	51,0	76	ПОКУПАТЬ
ГАЗ	26,65	9	-8	43	15	37,3	136	78,1	2,2	4,7	3,4	17	-36	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	5	0	-7	8,5	3,65	1,1	45	4,9	4,0	2,8	2,6	9,00	80	СОКРАЩАТЬ
Сбербанк	153	1	97	186	30	233,5	3 002	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	220	44	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинский труб. з-д	0,16	33	113	0,16	0,062	6,2	76	5,4	4,6	1,8	1,6	0,17	6	СПЕК. ПОКУПКА

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

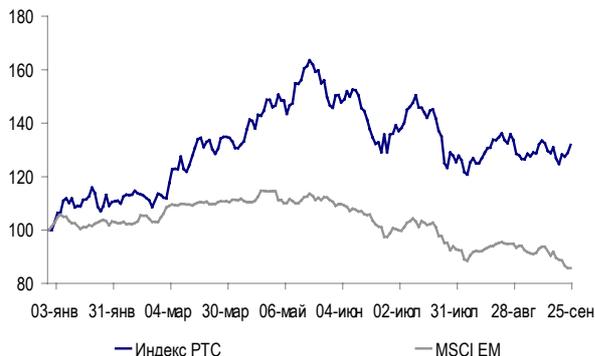
Илл. 13. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 26 сентября

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,233	7	16	0,259	0,126	214,7	35	0,0090	4	0,36	55	ПОКУПАТЬ
Татнефть прив.	0,450	-2	28	0,615	0,260	48,6	43	0,0280	6	0,66	47	ПОКУПАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,075	-6	-36	0,135	0,057	25,2	15	Н/Д	7	Н/Д	Н/Д	Запрещено
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,600	-6	24	0,850	0,210	2,9	40	0,0267	4	0,86	43	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

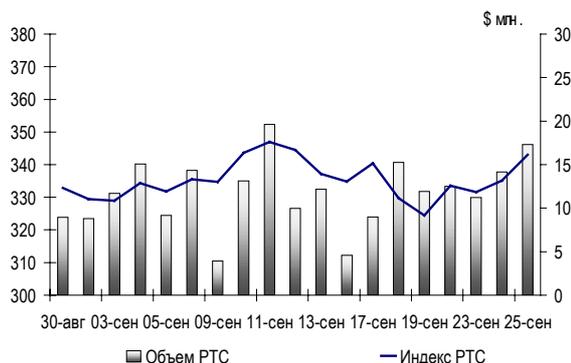
Илл. 14. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

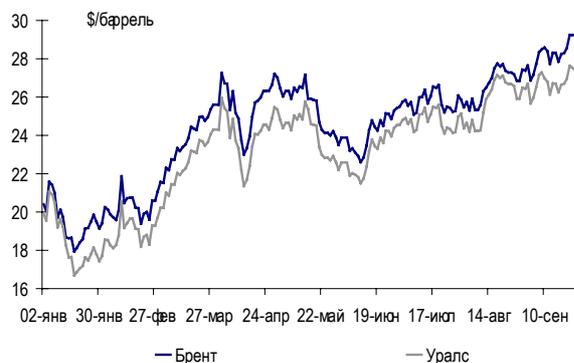
- Индекс РТС вырос на 3% в сентябре при среднем объеме торгов в день в \$12 млн.

Илл. 15. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

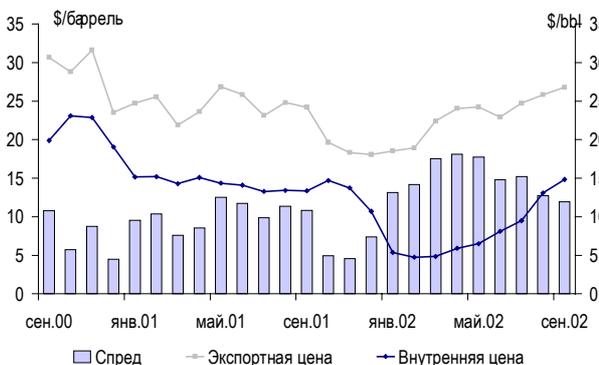
Илл. 16. Динамика цен на нефть, с начала года



Источник: Блумберг

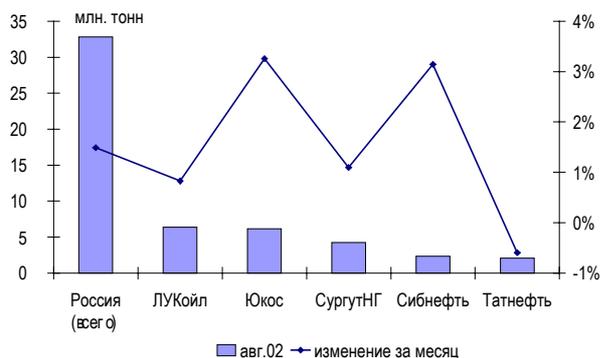
- Цена на сорт нефти Уралс выросла на 4% в сентябре
- Цены на нефть на внутреннем рынке вернулись к уровням начала года

Илл. 17. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001–2002



Источник: Министерство энергетики

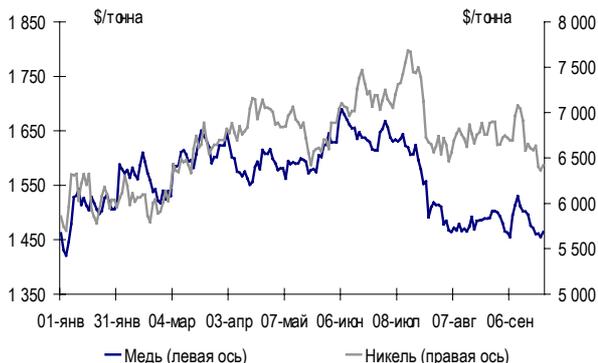
Илл. 18. Добыча нефти компаниями, август 2002 г.



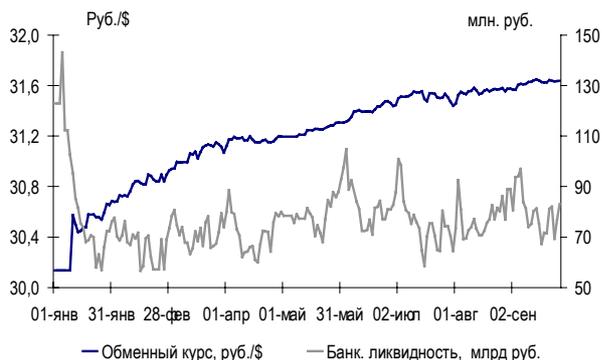
Источник: Министерство энергетики

- Добыча нефти выросла в сентябре на 4%
- Цены на никель стабилизировались в коридоре \$5,5–6 тыс. за тонну, цены на медь оставались выше \$1,5 тыс. за тонну

Илл. 19. Цены на медь и никель, с начала года

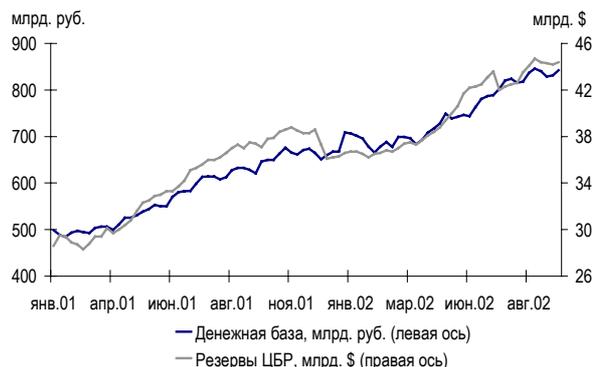


Источник: Блумберг

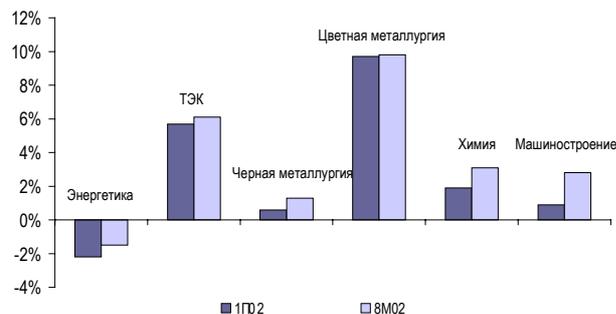
Илл. 20. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- Обесценение рубля замедлилось в сентябре, мы ожидаем 33,2 рубля за доллар к концу года
- Мы прогнозируем резервы ЦБР в \$46 млрд. на конец года

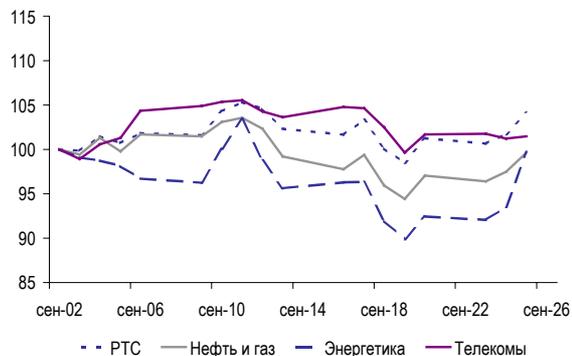
Илл. 21. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

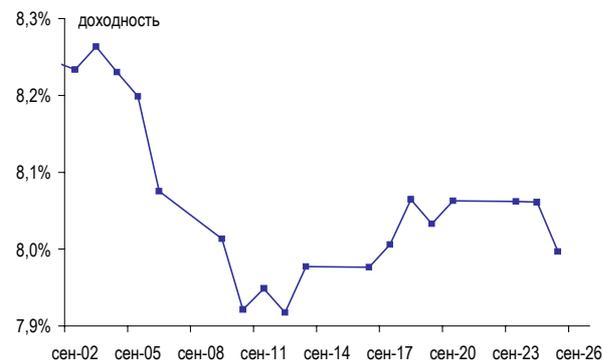
Илл. 22. Динамика промышленного роста, год-к-году


Источник: Минфин

- Мы ожидаем рост ВВП в 3,8% за 2002 г.
- Акции телекоммуникационного сектора росли в сентябре в среднем быстрее рынка

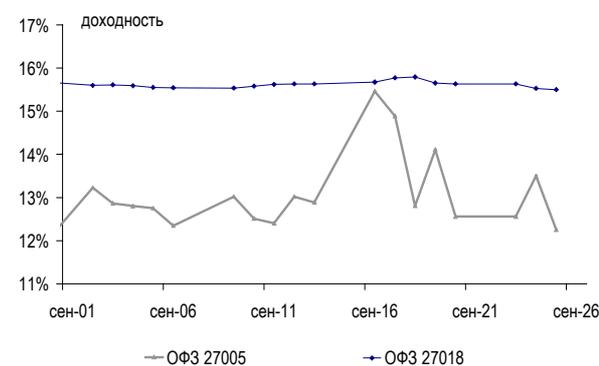
Илл. 23. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 24. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Движения цен российских еврооблигаций определялись в сентябре внешними новостями

Илл. 25. Динамика ОФЗ 27005–27018, с начала года


Источник: Рейтер

**Календарь событий****Илл. 26. Календарь корпоративных событий**

Дата	Компания	Событие
1	ОМЗ	Оферта по третьему траншу облигаций
3	ЛУКОЙЛ	Результаты за 1П02 по стандартам US GAAP
9	РАО ЕЭС	Дума Duma will discuss the package of electricity laws in first reading
9	Мосэнерго	Погашение еврооблигаций на сумму \$110 млн.
29	Татнефть	Погашение еврооблигаций на сумму \$300 млн
В течение месяца	СургутНГ	Результаты за 2001 г. по стандартам US GAAP
В течение месяца	Газпром	Род-шоу выпуска еврооблигаций на сумму \$750 млн.

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Прогноз роста ВВП на период 2002–2003 гг. повышен до 3,8%

Правительство едва ли пойдет на дальнейшее снижение налогов; рынок будет внимательно следить за политическими событиями

С учетом повышения темпов роста ВВП (3,8% в годовом исчислении) в период с января по август, мы пересмотрели прогноз на 2002 и 2003 гг. Теперь на эти годы мы прогнозируем рост ВВП на уровне 3,8%. Недавний пересмотр расчетной (на 2002 г.) цены нефти сорта Brent (с \$22/баррель до \$24,8/баррель), а также быстрое увеличение производства в «неэкспортных» секторах дают основу для успешного роста ВВП. При этом в структуре ВВП отмечены три позитивных сдвига. Во-первых, российским компаниям расширен доступ к зарубежным кредитам, и теперь рост ВВП может в большей мере опираться на заимствования. Во-вторых, в 1-м полугодии 2002 г. энергопотребление снизилось на 1,3%, что указывает на рост эффективности использования энергии. Наконец, в 1-м полугодии 2002 г. на 8% вырос реальный доход населения, ставший одним из ключевых факторов роста ВВП.

Мы ожидаем, что обсуждение бюджета на 2003 г. будет, по нескольким причинам, иметь большое значение. Во-первых, оно прояснит, в каких именно сферах правительство намерено продолжить налоговую реформу. Мы ожидаем, что верх возьмут фискальные соображения, и полагаем, что дальнейшее снижение налогов будет, скорее всего, отложено до 2004–2005 гг. Во-вторых, обсуждение бюджета покажет степень политического напряжения в стране. Ожидается, что в свете парламентских выборов будущего года политические события приобретут в глазах субъектов рынка дополнительную значимость.

Илл. 27. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002П	2003П
На сентябрь							
Инфляция	0,2	4,5	1,4	2,1	1,1		
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,9	16,1	26,1	27,8	29,7		
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	22,9	13,6	11,8	25,9	38,0		
Годовые							
Рост ВВП, %	0,8	-4,9	5,4	8,3	5,6	3,1	2,5
Инфляция, %	11,0	84,0	37,0	20,0	19,0	16,0	14
Курс рубля на конец года, руб./\$	6,0	20,7	27,0	28,1	30,3	33,5	38
Золотовалютные запасы на конец года, в млрд. долларов	17,8	12,2	12,5	28,0	36,6	46,0	48
Сальдо торгового баланса	16,6	16,9	36,0	61,0	51,0	35,0	33,0
Экспорт	89,0	74,9	75,8	105,0	102,0	90,0	93
Импорт	72,0	58,0	39,6	44,0	51,0	55,0	60

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка

Илл. 28. Основные события

Дата	Событие
2 сентября	Объем платежей РФ по внешнему долгу в 2003 г снижен на \$1–1,5 млрд. Минфину удалось снизить объем выплат как по основному долгу, так и по процентам путем применения различных схем по выкупу долга и зачетных схем (по налоговым выплатам). Таким образом, объем платежей по ОВВЗ и еврооблигациям в 2003 г составит около \$4 млрд.
2 сентября	Производство нефти в России выросло на 8,6% год-к-году за 8М02, в августе добыча достигла 7.76 млн. б/с, сделав Россию мировым лидером по производству. Экспорт нефти из России в дальнее зарубежье вырос на 3.1% год-к-году за 8М02, и достиг 3.02 млн. б/с (100.6 млн. тон). Из этой цифры 0.35 млн. б/с (или 11.7%) составил транзит нефти по территории России производителей стран ближнего зарубежья. В дополнении к этому 0.09 млн. б/с (2.988 млн. тон) было экспортировано, минуя систему Транснефти.
3 сентября	Пенсионный Фонд выделит к 2004 г. \$3,5 млрд. для инвестиций в облигации; рынок акций получит в лучшем случае \$0,2 млрд. Михаил Касьянов подписал постановление, разрешающий Государственному Пенсионному Фонду вкладывать пенсионные средства в рублёвые и долларовые облигации. С начала года Пенсионный Фонд уже инвестировал \$0,5 млрд. на рынок ГКО-ОФЗ.
4 сентября	Инфляция в РФ в августе составила 0,1%, за 8 месяцев 2002 г — 9,9%. Низкий уровень инфляции в августе обусловлен снижением цен на продовольствие на 1,1%. В то же время в секторе платных услуг было зафиксировано ускорение роста цен: прирост составил 2,5% по сравнению с 1,8% в июле 2002 г. Основным фактором роста стоимости платных услуг стало увеличение жилищно-коммунальных тарифов, достигшее в августе 4,1%.
6 сентября	Новый размер пошлины на экспорт нефти (\$3,6/баррель) вступит в силу с 1 октября, теперь составляя 13,2% от экспортной цены. Российская правительственная комиссия по защитным мерам во внешней торговле и таможенно-тарифной политике приняла решение о повышении экспортных пошлин на нефть на 19,6% до \$26,2/тонну (\$3,6/ баррель). Новая пошлина составит 13,2% от текущего уровня экспортной цены, против 11% ранее.
9 сентября	Первый этап обмена коммерческой задолженности РФ на еврооблигации может начаться в конце сентября 2002 г. К настоящему моменту выверено \$1,1 млрд долга. Обмен оставшейся части коммерческой задолженности, скорее всего, начнется не ранее 2003 г.
9 сентября	Поступление налогов и сборов в бюджет в августе составили 12,37 млн. руб., на 1,2% ниже плана. В том числе недобор налогов составил 1,5%. Перевыполнение задания по сбору единого социального налога составило 0,2%. Наиболее тревожащим фактом является значительное снижение поступлений в бюджет от единого социального налога (перевыполнение плана в августе составило 0,2% против 12,9% в июле и 26,3% за 7 месяцев 2002 г). Если ранее перевыполнение задания по поступлению ЕСН компенсировало недобор по налогам, то в августе впервые в этом году Министерству по налогам не удалось выполнить совокупный план по наполняемости бюджета.
10 сентября	Профицит федерального бюджета за 8 месяцев 2002 г составил 1,8% ВВП. Доходы бюджета в январе–августе составили 20,5% ВВП, расходы — 18,6% ВВП. Первичный профицит составил 4,3% ВВП. По нашей оценке, профицит составит не менее 1% ВВП к концу 2002 г, что позволит аккумулировать \$3 млрд в финансовом резерве к началу 2003 г.
11 сентября	Минфин обнародовал программу заимствований на внутреннем рынке госдолга до конца года. Операции Минфина будут направлены на удлинение дюрации рынка и увеличение объемов выпусков в обращении (до 12–16 млрд. руб. для ОФЗ-ФК и до 50 млрд. руб. для ОФЗ-АД). В частности, планируется: 1. Предложить рынку на аукционе 18 сентября амортизационные облигации ОФЗ-АД 46001 с погашением в сентябре 2008 г, доразмещение которого продолжится в октябре–ноябре. 2. Провести в ноябре добровольный обмен низколиквидных выпусков ОФЗ с небольшим объемом в обращении (облигации 26-й серии), либо погашаемых в начале 2003 г в облигации ОФЗ 45001, 45002.
11 сентября	ЦБР планирует возобновить операции РЕПО с ГКО-ОФЗ с 15 октября. Вначале будет запущен механизм «прямого» РЕПО с ЦБ (в этом случае участники рынка выступают продавцами по первой части сделки). Операции междилерского РЕПО планируется начать с 15 ноября. Комиссия ММВБ по операциям РЕПО составит 0,001% от суммы первой части сделки.
12 сентября	Правительство повысило прогноз роста ВВП по итогам 2002 г. до 3,9–4%. Основными факторами повышения прогноза по темпам экономического роста в текущем году стал рост потребительского спроса и объема инвестиций в последние месяцы.
12 сентября	Рост промышленного производства в РФ в январе–августе составил 3,8%. За январь–июль текущего года рост промышленности был зафиксирован на уровне 3,9%. Продолжающийся ускоренный рост промышленного производства подтверждает, что увеличение производства в июле было обусловлено не только сезонными факторами. Мы ожидаем, что данные Госкомстата покажут рост машиностроения на уровне 2,8–3% за восемь месяцев 2002 г. Данные по промпроизводству свидетельствуют об обоснованности повышения нашего прогноза ВВП по итогам года до 3,8%.
13 сентября	РФ выступит с офертой на обмен коммерческого долга СССР до 25 сентября. Обмену, который состоится в конце сентября–начале октября, подлежит уже выверенная задолженность в объеме \$1,1 млрд. Агентом по обмену задолженности выступит Ситибанк. Кроме того, Минфин сообщил, что обмен задолженности перед МИБом и МБЭСом в объеме \$1,1 млрд также планируется провести до конца года.
17 сентября	Пенсионный Фонд РФ не будет участвовать в аукционах по размещению ГКО-ОФЗ, чтобы не оказывать влияния на доходность. В то же время Минфин договорился с ЦБР, что заявки от Пенсионного фонда на покупку ОФЗ будут удовлетворяться вне аукциона по средневзвешенной цене. ПФР не участвовал в состоявшемся 17 сентября размещении выпуска амортизационных ОФЗ 46001.
20 сентября	Правительство планирует снизить ЕСН к 2005 г до 30%, ставку НДС до 16–17%. В настоящее время ставка ЕСН составляет 35,6%, НДС — 20%. При снижении ставок одновременно будут отменены льготы по его выплата для создания налогоплательщикам равных условий. Срок отмены налога с оборота (с 2004 г. или с 2005 г.) в настоящее время обсуждается правительством.
23 сентября	Россия 17-я в инвестиционном рейтинге, однако, мы ожидаем в 2002 г. только \$4 млрд. прямых иностранных инвестиций. В соответствии с отчетом, опубликованным А.Т. Kearney, Россия находится на 17-м месте по привлекательности для частного бизнеса. Ранее, страна находилась на 32-м месте. Китай продолжает лидировать, привлекая более чем \$40 млрд. прямых иностранных инвестиций в год.
24 сентября	Минэкономразвития объявило, что ВВП вырос на 4,0% год-к-году за 8 месяцев 2002 г. против 3,8%-ного роста промышленного производства. За 8 месяцев 2002 г. нефтегазовый сектор показал значительный рост на 6% по сравнению со средним по промышленности 3,8%. К тому же, объемы в других секторах (например, машиностроении) снизились. Т.о. достижение ценой нефти сорта Brent нового прогноза \$24,8/баррель, станет ключевым фактором для роста ВВП за этот год на 3,8%.

Источник: оценки Альфа-Банка



Константин Резников
(7 095) 795-3612

Анна Бутенко
(7 095) 795-3745

С начала года средняя цена сорта Brent составила \$24,36/баррель

Прогноз цены сорта Brent на 2002 г. повышен до \$24,75/баррель

Новости компаний и отраслей

Нефть и газ

19 сентября на встрече стран ОПЕК в Осаке члены картеля решили оставить квоты на добычу нефти неизменными, несмотря на предупреждения об ожидаемом росте сезонного спроса. Текущие официальные квоты картеля на добычу остаются, таким образом, на самом низком за 11 лет уровне — 21,7 млн. баррелей в сутки. Тем не менее, степень несоблюдения членами ОПЕК установленных квот весьма существенна (6,8% в июне и 7,4% в июле). Продолжающиеся опасения в отношении возможной войны США с Ираком, оставшиеся без изменений квоты ОПЕК на добычу нефти и сокращение американских стратегических запасов поддерживали цены на сырую нефть на высоком уровне в этом месяце. С начала года до настоящего момента средняя цена сорта Brent составила \$24,36/баррель, и на 23 сентября достигла годового максимума в \$29,23/баррель. Учитывая нынешнее состояние рынка, трудно предсказать, что до конца года средняя цена сорта Brent упадет ниже \$26/баррель.

Основываясь на перечисленных фактах, мы повысили прогноз средней цены сорта Brent на 2002 г. с \$22/баррель до \$24,75/баррель. В связи с этим наши прогнозы чистой прибыли по ведущим российским нефтяным компаниям (на конец года) выросли в среднем на 14,3%. Самыми чувствительными к изменению прогноза оказались ЛУКойл и Татнефть, у которых чистая прибыль за 2002 г. (оц.) выросла на 17,5% и 21%, соответственно. Значительная зависимость прибыли этих компаний от изменений цен на нефть объясняется их ограниченными возможностями варьировать объемы добычи в кратко- и среднесрочной перспективе. В случае Татнефти это объясняется еще и тем, что у компании на данный момент все еще отсутствуют собственные перерабатывающие мощности. Довольно чувствителен к изменению нашего ценового прогноза оказался и СургутНГ, что связано с большой долей экспорта сырой нефти в объеме суммарной добычи компании (55% в 2002 г. (оц.) против 44% в среднем для ведущих российских нефтяных компаний).

Илл. 29. Влияние повышения прогноза цены на нефть сорта Brent на российские нефтяные холдинги

	2001			Предыдущий прогноз (\$22/баррель)			Новый прогноз (\$24.75/баррель)			Чистая прибыль	Изменение год к году		
	Р/Е	Чистая прибыль	Маржа чистой прибыли	Р/Е	Чистая прибыль	Маржа чистой прибыли	Р/Е	Чистая прибыль	Маржа чистой прибыли		Изменение от базового прогноза	Используя базовый прогноз на 2002 г.	Используя новый прогноз на 2002 г.
ЛУКойл	6,3	2 109	25,5%	7,3	1 827	15,5%	6,2	2 146	16,7%	17,5%	-13,4%	1,7%	
Юкос	5,3	3 473	32,7%	6,6	2 814	29,2%	6,0	3 079	29,5%	9,4%	-19,0%	-11,3%	
СургутНГ	4,6	1 840	37,8%	7,2	1 162	19,8%	6,2	1 353	20,8%	16,4%	-36,9%	-26,5%	
Сибнефть	6,8	1 305	36,5%	7,6	1 167	30,1%	7,1	1 251	30,0%	7,2%	-10,6%	-4,1%	
Татнефть	2,2	702	15,6%	3,3	470	13,3%	2,7	569	14,9%	21,0%	-33,1%	-19,0%	
Среднее	5,0	1 886	29,6%	6,4	1 488	21,6%	5,7	1 680	22,4%	14,3%	-22,6%	-11,8%	

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа Банка

Как и ожидалось, чистая прибыль Юкоса за 1-й кв. 2002 г. упала на 12% (до \$462 млн.)

Главным корпоративным событием сентября стала публикация Юкосом долгожданного отчета за 1-й кв. 2002 г. (согласно US GAAP), денонмированным в долларах США. Результаты совпали с нашими ожиданиями: валовая выручка в \$2.009 млн. оказалась лишь на 0,5% ниже нашего прогноза, а чистая прибыль — лишь на 1% выше нашего расчета \$457 млн. В целом итоги, по сравнению с прошлым годом, оказались ниже — из-за более низких цен на нефть и нефтепродукты (как на внутреннем рынке, так и за рубежом). Чистая выручка снизилась на 10,7% год-к-году (до \$1.771 млн.), операционная прибыль упала на 35,4% (до \$617 млн.), а чистая прибыль сократилась на 12,2% (до \$462 млн.) При этом компании



Чистая рентабельность Юкоса в 1-м кв. 2002 г. (26,1%) была выше, чем у ЛУКОЙла (9,2%)

удалось значительно снизить расходы: операционные издержки на разведку и добычу барреля нефти снизились на 8,8% (до \$1,76/баррель). Хотя прибыльность Юкоса уменьшилась, она остается значительно большей, чем у ЛУКОЙла. Показатели EBITDA и чистой рентабельности за 1-й кв. 2002 г. у Юкоса были равны 39,1% и 26,1% (против 51,3% и 26,5% за 1-й кв. 2001 г., соответственно), по сравнению с гораздо менее впечатляющими цифрами ЛУКОЙла (22,9% и 9,2%).

Илл. 30. Сравнение результатов Юкоса и ЛУКОЙла за 1-й кв. 2002 г.

	Юкос	ЛУКОЙл
Изменение чистой выручки год-к-году, %	-10,7	-9,1
Изменение операционной прибыли год-к-году, %	-35,4	-58,4
Изменение чистой прибыли год-к-году, %	-12,2	-64,3
<i>E</i> BITDA рентабельность, %	39,1	22,9
Операционная рентабельность, %	34,8	14,0
Чистая рентабельность, %	26,1	9,2
Чистая выручка на баррель, \$/баррель	15,55	18,58
EBITDA на баррель, \$/баррель	6,08	4,25
Чистая прибыль на баррель, \$/баррель	4,06	1,70

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа Банка

Газпром

Илл. 31. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 108	17 938	17 069	17 262
EBITDA, млн. \$	4 999	6 495	5 833	6 065
Чистая прибыль, млн. \$	2 666	2 933	2 824	3 018
P/E	5,2	4,7	5,7	5,3
EV/EBITDA	5,9	4,6	5,1	4,9
Капитализация, млн. \$	17 742			
EV, млн. \$	29 642			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 32. Краткий обзор компании

Сильные стороны
<ul style="list-style-type: none"> Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%) Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд. куб. м)
Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$13-16 за тыс. куб. м) Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд.)
Возможности
<ul style="list-style-type: none"> Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м) Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию
Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> Правительство является держателем 38% акций компании Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙл

Илл. 33. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	12 106	11 669	10 502	10 813
EBITDA, млн. \$	3 834	3 855	3 153	3 459
Чистая прибыль, млн. \$	2 109	2 146	1 718	2 006
P/E	6,6	6,5	8,2	7,0
EV/EBITDA	4,2	4,2	5,1	4,6
Капитализация, млн. \$	14 017			
EV, млн. \$	16 057			
Добыча, млн. бнэ	572			
Запасы, млн. бнэ	16 652			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 34. Краткий обзор компании

Сильные стороны
<ul style="list-style-type: none"> Значительные доказанные запасы нефти и газа (16,7 млрд. баррелей) Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн
Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> Высокие операционные издержки (\$3/баррель) Значительный объем долга (\$3.26 млрд.) Умеренные темпы роста добычи (2,8% в 2000 и 0,4% в 2001)
Возможности
<ul style="list-style-type: none"> Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей) Приобретение 23% Hellenic Petroleum (Греция) и 37% Гданского НПЗ (Польша)
Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> Возможно, что большие капвложения (\$2,3 млрд. в 2001г. и \$2,4 млрд. в 2002Оц.) не принесут ожидаемых результатов

Источники: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 35. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 576	3 855	3 778	3 510
ЕБИТДА, млн. \$	1 719	1 952	1 971	1 874
Чистая прибыль, млн. \$	1 305	1 251	1 188	960
P/E	7,1	7,4	7,8	9,6
EV/ЕБИТДА	5,9	5,2	5,1	5,4
Капитализация, млн. \$	9 246			
EV, млн. \$	10 117			
Добыча, млн. бнэ	151			
Запасы, млн. бнэ	4 646			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 36. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Высокий профессиональный уровень руководства компании
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)

Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 13%
- Омский НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

Возможности

- Рост акций в свободном обращении с текущих 13% до 25% за 1–2 года
- Модернизация Московского НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (87%)

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 37. Основные события

Дата	Событие
9 сентября	Сибнефть к концу 2003 г. займёт 10% московского розничного рынка нефтепродуктов. В 2002 г. компания намерена инвестировать в расширение своей розничной сети \$65 млн., из которых почти половина будет направлена на экспансию на рынок Московской области. К концу текущего года компания рассчитывает управлять 80-ю заправочными станциями на столичном рынке, 30–35 из которых будут собственными, а прочие — по франшизе. В 2003 г. компания намерена довести число собственных станций до 100 и контролировать еще 100 контролировать по франчайзингу, тем самым намереваясь занять 10% городского рынка топлива. Кроме того, компания планирует выйти на розничные рынки Санкт-Петербурга и Нижнего Новгорода.
13 сентября	Добыча Сибнефти в августе выросла на 27,2% до 0,54 млн. б/с, доля экспорта достигла 41%. Сибнефть опубликовала ежемесячную производственную статистику за август. Добыча нефти компанией выросла за прошедший месяц на 27,2% год-к-году до уровня 0,542 млн. б/с, что немного меньше целевого уровня за весь год — 29,2%. Из этого объёма 41,2% (0,961 млн. б/с) экспортировались против 38,7% в том же периоде прошлого года. Переработка на НПЗ компании увеличилась на 24,4% до 0,347 млн. б/с благодаря приобретению доли в Московском НПЗ, который переработал 16,3% (0,243 млн. б/с) общего объёма переработки.
24 сентября	Сибнефть и Татнефть будут управлять деятельностью Московского НПЗ совместно. Акционеры МНПЗ Сибнефть и Татнефть подписали партнёрское соглашение, чтобы совместно решать вопросы корпоративного управления на НПЗ. Эти компании владеют соответственно пакетами из 38% и 9%, контрольный пакет принадлежит Центральной Топливной Компании, доли в которой через Московскую Нефтяную Компанию, принадлежат московскому правительству и Sibir Energy.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сургутнефтегаз

Илл. 38. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 951	5 718	5 310	5 808
ЕБИТДА, млн. \$	2 602	2 414	2 039	2 267
Чистая прибыль, млн. \$	1 840	1 353	1 096	1 288
P/E	6,9	9,4	11,7	9,9
EV/ЕБИТДА	3,2	3,5	4,1	3,7
Капитализация, млн. \$	8 385*			
EV, млн. \$	8 385*			
Добыча, млн. бнэ	321			
Запасы, млн. бнэ	9 162			
Количество акций, млн.	43 428			

Примечание: * — исключая 15 млрд. обыкновенных акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 39. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)
- Более 75% выручки в валюте

Слабые стороны

- Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (3–4%)
- НПЗ компании — один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)

Возможности

- Освоение новых запасов нефти в Восточной Сибири
- Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)

Угрозы

- Компания контролируется руководством (71%)
- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 40. Основные события

Дата	Событие
5 сентября	Сургутнефтегаз увеличил производство нефти на 11.7% за 8M02 до 32.1 млн. тонн (0.96 млн. б.с.) по сравнению с отраслевым ростом на 8.7% за тот же период. Этот результат превышает наш прогноз роста производства компании на 10.2% в 2002. Компания также существенно увеличила производство газа: на 16% до 8.7 млрд. куб. м. Такие результаты были достигнуты благодаря росту на 13% буровых работ, включая увеличение разведывательного бурения на 9% за 8M02. Компания ввела в эксплуатацию 613 новых скважин за этот период. Тем не менее, эффективность капитальных вложений в добычу ниже, чем у Юкоса или Сибнефти. По нашим оценкам, капитальные инвестиции на дополнительный баррель добычи в настоящий момент составляет \$3.91/барр. По сравнению со средним для основных производителей нефти показателем в \$3.14/барр.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 41. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 997	3 810	3 114	3 300
ЕБИТДА, млн. \$	831	1 043	898	1 028
Чистая прибыль, млн. \$	702	569	462	585
P/E	2,5	3,0	3,7	3,0
EV/ЕБИТДА	3,1	2,5	2,9	2,5
Капитализация, млн. \$	1 797			
EV, млн. \$	2 570			
Добыча, млн. бнз	180			
Запасы, млн. бнз	5 455			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 42. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Загружает до 25% мощностей Московского НПЗ Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Зависимость от правительства Татарстана (31.1%) Неразвитые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке) Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Существенный объем долга (\$1,26 млрд)

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 43. Основные события

Дата	Событие
2 сентября	Продажа непрофильных бизнесов Татнефти повысит ее рентабельность. Татнефть решила избавиться от неосновных бизнесов с тем, чтобы сфокусироваться на производстве нефти, ее переработке и продаже нефтепродуктов. Татнефть объявила список из 13 компаний (инвестиционная компания, банк, производитель алкоголя и т. д.), акции которых собирается продать. Более низкая, чем в среднем по сектору, чистая рентабельность Татнефти снизилась до 15.7% в 2001, и мы ожидаем ее дополнительного снижения до 13.3% в 2002.
17 сентября	Татнефть не получит 33%-ный пакет Sibir Energy, мы снижаем расчётную цену до \$1,1. Sibir Energy официально объявила о прекращении переговоров с Татнефтью по поводу продажи пакета из 33,3% своих акций альянсу Татнефти и нефтетрейдера Corus Holdings. Sibir Energy владеет рядом нефтедобывающих проектов в России, в частности — Эвихон, Магма, 50% акций Salym Petroleum Development и 50% акций СП Сибнефть-Югра, с общим объемом запасов в Западной Сибири 2,1 млрд. барр. К тому же к доле в добывающих активах, Татнефть получила бы ещё и функции оператора Московского НПЗ (в данное время Татнефть владеет 10% МНПЗ).
24 сентября	Сибнефть и Татнефть будут управлять деятельностью Московского НПЗ совместно. Акционеры МНПЗ Сибнефть и Татнефть подписали партнёрское соглашение, чтобы совместно решать вопросы корпоративного управления на НПЗ. Эти компании владеют соответственно пакетами из 38% и 9%, контрольный пакет принадлежит Центральной Топливной Компании, доли в которой через Московскую Нефтяную Компанию, принадлежат московскому правительству и Sibir Energy.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 44. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	7 309	9 145	8 950	9 235
ЕБИТДА, млн. \$	3 985	4 839	4 675	4 983
Чистая прибыль, млн. \$	3 473	3 079	2 974	3 209
P/E	5,9	6,7	6,9	6,4
EV/ЕБИТДА	4,9	4,0	4,2	3,9
Капитализация, млн. \$	19 573*			
EV, млн. \$	19 573*			
Добыча, млн. бнз	424			
Запасы, млн. бнз	13 375			
Количество акций, млн.	2 237			

Примечание: * — исключая 5% акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 45. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Существенный объем денежных средств для будущих инвестиций Диверсифицированные активы на всей территории РФ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокие капвложения и операционные затраты на разработку Восточно-Сибирских месторождений
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Увеличение числа акций в свободном обращении до 30-35% в течение 5-7 лет Строительство трубопровода в Китай к 2005 г. Модернизация сети АЗС и НПЗ к 2005
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 46. Основные события

Дата	Событие
6 сентября	Юкос консолидирует пакет в ВНК через покупку акций миноритарных акционеров за \$0.073/акцию; коэффициент обмена ожидается на уровне 1:120. Юкос предложил миноритарным акционерам своей на 90.8% контролируемой дочке ВНК оферту по выкупу акций за \$0.0728/акция (2.3 руб./акция). Предложение действует с 20 сентября по 6 декабря этого года. Цена выкупа предполагает дисконт в размере примерно 10.6% к цене, которую Юкос заплатил за 36.82% в компании на аукционе по приватизации в мае этого года.
19 сентября	Юкос столкнулся с проблемами при покупке 27% в Mazeikiu Nafta. В день подписания соглашения с Williams International (WIC) о покупке 26.85% в Mazeikiu Nafta (MN) Юкос столкнулся с проблемами, связанными с протестом миноритарных акционеров. Миноритарным акционерам удалось доказать в суде незаконность нового выпуска акций компании, одобренного на последнем собрании акционеров в апреле. Юкос купил 26.85% в MN у государства за \$75 млн., и предоставил \$75 млн. кредит на модернизацию компании. Позднее Юкос согласился приобрести 26.85% у WIC за \$85 млн. Юкос подает апелляцию против решения суда, который приостановил сделку.
24 сентября	Юкос в 2003 г. увеличит добычу нефти на 14,3% до 80 млн. тонн, производство газа до 15 млрд. куб. м. Юкос объявил о своих производственных планах на 2003 г.: компания намерена повысить производство нефти на 14,3% до 80 млн. т (1,6 млн. б/с), вслед за ожидаемым ростом добычи на 20,5% до 70 млн. т (1,4 млн. б/с) в этом году. Ожидается, что значительный рост добычи будет достигнут благодаря разработке высокопродуктивного Приобского месторождения. Снижение выручки вместе с ожидаемым ростом затрат на транспортировку и налогов (кроме подоходного), по нашим оценкам, приведут к снижению EBITDA на 24.5% год-к-году до \$815 млн., и снижению на 23.2% чистой прибыли до \$457 млн.

Источник: оценки Альфа-Банка

Ольга Филиппова
(7 095) 795-3735

Энергетика

9 октября Дума обсудит законопроект о реформе энергетики

23 сентября думский комитет по энергетике рекомендовал депутатам на заседании Думы 9 октября одобрить в первом чтении пакет законопроектов об электроэнергетике. В Илл. 47. изложены итоговые решения трехсторонней комиссии, касающиеся пяти ключевых поправок к законам о реструктуризации энергетического сектора.

Илл. 47. Решения по пяти ключевым поправкам к законам о реструктуризации энергетического сектора

Тема	Решение	Последствия для миноритарных акционеров
Реструктуризация PAO EЭС	<ul style="list-style-type: none"> Государство получит не менее 51% акций Федеральной сетевой компании и Системного оператора (ФСК-СО), а в перспективе предполагается его 100%-ное участие, но конкретных задач и крайних сроков в этой связи не ставится Реструктуризация PAO EЭС будет утверждаться простым большинством акционеров Энергетические активы будут распределены между акционерами пропорционально 	<p>Положительные:</p> <ul style="list-style-type: none"> Для увеличения своей доли участия в ФСК-СО государство намерено использовать рыночные механизмы Закон утверждает пропорциональное распределение активов <p>Отрицательные:</p> <ul style="list-style-type: none"> Руководству PAO предстоит еще убедить инвесторов в том, что решения будут приняты в интересах всех акционеров
Условия для существования вертикально-интегрированных компаний (ВИК)	<p>ВИК и приемлемы лишь при условиях:</p> <ul style="list-style-type: none"> На изолированных территориях Если имеется лишь один потребитель В качестве холдинга – на период реструктуризации (до 2004 г.) Для вновь создаваемых мощностей 	<p>Отрицательные:</p> <ul style="list-style-type: none"> Без интеграции трудно увеличить размер компании настолько, чтобы она стала привлекательной для инвесторов <p>Положительные:</p> <ul style="list-style-type: none"> Исключения из этого правила создают новые возможности
Разделение полномочий и ответственности между ФЭК и РЭК	<p>Региональные энергетические комиссии (РЭК) регулируют:</p> <ul style="list-style-type: none"> Тарифы на поставку электроэнергии Гарантированными поставщиками Плату за услуги по распределению электроэнергии Розничные тарифы на поставку тепла <p>Федеральная энергетическая комиссия (ФЭК) утверждает председателей РЭК</p>	<p>Положительные:</p> <ul style="list-style-type: none"> Региональные власти сохраняют контроль лишь над 20-40% розничных тарифов
Прекращение подачи электроэнергии потребителям-должникам	<ul style="list-style-type: none"> Условия прекращения подачи электроэнергии должны быть прописаны в контрактах со всеми потребителями За незаконные отключения электричества будут налагаться штрафы 	<p>Положительные:</p> <ul style="list-style-type: none"> Не будет никаких привилегированных потребителей-должников, на долю которых обычно приходилось до 20% потребляемой электроэнергии
Регулирование розничных тарифов будет действовать лишь до 2005 г.	<p>В период реформы энергетического сектора регулирование тарифов сохранится</p>	<p>Положительные:</p> <ul style="list-style-type: none"> Федеральные власти продолжают оказывать давление на региональные администрации — с тем, чтобы в период осуществления реформ обеспечить увеличение тарифов

Источник: оценки Альфа-Банка



Основное противодействие поправкам оказывает фракция «Отечество — Вся Россия» (ОВР), контролирующая 12% мест в парламенте и входящая в блок (55% думских депутатов), созданный центристами. Правительство привержено принципу пропорционального распределения акций среди акционеров, тогда как ОВР настаивает на 100%-ном государственном участии в Федеральной сетевой компании и Системном операторе.

Несмотря на разногласия между правительством и частью депутатов, министр экономического развития и торговли Герман Греф оценивает шансы на одобрение законопроекта в первом чтении как высокие.

РАО ЕЭС

Илл. 48. Основные события

Дата	Событие
4 сентября	Оптовый рынок электроэнергии может быть запущен в середине января , имитационные торги могут ускорить принятие соответствующего законодательства. После запуска в 2003 г., оптовый рынок будет первоначально состоять из трех сегментов: регулируемого, конкурентного и балансирующего.
12 сентября	Акционеры прибыльных энергокомпаний смогут получить 50% от продажи активов . РАО предлагает выплачивать в виде дополнительных дивидендов 50% прибыли, полученной от реализации активов той или иной энергокомпании, за минусом налога на прибыль и затрат на проведение тендера. В то же время, размер выплачиваемых дивидендов не должен превышать 80% чистой прибыли, полученной данной энергокомпанией по итогам финансового года. Однако эти дивиденды будут выплачиваться только акционерам прибыльных компаний. Для убыточных компаний поступления от продаж активов будут реинвестированы в их развитие. Другие 50% от продажи активов будут направляться на инвестиционные проекты РАО ЕЭС и его «дочек».
17 сентября	РАО может получить 50% Экибастузской ГРЭС-2 через схему «активы за долги» за \$500/кВт . Россия и Казахстан создадут совместное предприятие на основе Экибастузской ГРЭС-2 (расположена в Казахстане) до конца текущего года. В обмен на списание примерно \$250 млн. долга РАО получит 50% в СП.
17 сентября	Доля РАО ЕЭС в АТС будет сокращена с текущих 50% до 25% для увеличения количества членов АТС . Наблюдательный совет и собрание акционеров АТС рассмотрят вопрос сокращения доли РАО в АТС в ноябре–декабре текущего года. В соответствии с уставом АТС, доля РАО должна быть сокращена с текущих 50% до 35% с 1 января 2003 г., затем до 25% — с 1 июля 2003 г. Сокращение доли РАО будет произведено за счёт принятия новых членов АТС — сразу поставщиков, и потребителей.
20 сентября	РАО ЕЭС и Башкирэнерго достигли договоренности относительно абонплаты и высоковольтных ЛЭП . Башкирэнерго и РАО ЕЭС достигли договоренности о том, что Башкирэнерго будет платить абонплату РАО ЕЭС за услуги по передаче э/э. Напомним, что до последнего времени руководство Башкирэнерго отказывалось платить абонплату, считая методологию ее расчета неправильной (по оценкам РАО ЕЭС, долг башкирских энергетиков составляет порядка \$30 млн.).
24 сентября	Комитет Думы рекомендовал одобрить 9 октября в первом чтении пакет законов по реформе электроэнергетики . Основную оппозицию по-прежнему представляет думская фракция ОВР, которая контролирует 12% мест в Думе и часть 55% центристского блока. В то время как правительство поддерживает пропорциональное распределение акций среди акционеров, ОВР настаивает на 100% государственном контроле над Федеральной сетевой компанией и Системным оператором.

Источник: оценки Альфа-Банка

Мосэнерго

Илл. 49. Основные события

Дата	Событие
12 сентября	Акции Мосэнерго выросли за этот месяц на 20% на фоне интереса со стороны ряда инвесторов . Национальный Резервный Банк скупает на рынке акции Мосэнерго. Однако, НРБ, владеющий более 2% акций РАО ЕЭС, отрицает своё участие в покупке. В любом случае, акции Мосэнерго, действительно, значительно выросли с 30 августа, прибавив в цене 20%, в то время как индекс RTS вырос только на 4%, а акции РАО снизились на 1% за тот же период. В то время как порядка 30% акций Мосэнерго находятся в свободном обращении на рынке, возможность собрать блокирующий пакет, действительно, существует. Текущие низкие цены акций компании, достигшие в августе двухлетнего минимума, могли подтолкнуть этот процесс.
17 сентября	Глава совета директоров Ассоциации по защите прав инвесторов начнет свою работу в Мосэнерго . Д. Васильев — председатель совета директоров Ассоциации по защите прав инвесторов — присоединится к команде топ-менеджеров Мосэнерго. Он займет пост заместителя председателя правления по корпоративной политике и управлению имуществом.

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

В начале октября завершится переход операторов Уральско-го региона на единую акцию

Доля современных видов связи в выручке Уралсвязьинформа вырастет с 19% в 2002 г. до 35% в 2005

Мы по-прежнему положительно оцениваем перспективы Уралсвязьинформа и сохраняем прежнюю расчетную цену акции (\$0,016)

Телекомы

В настоящее время Уралсвязьинформ осуществляет объединение 6 других региональных операторов проводной связи в Уральском регионе. Переход на единую акцию завершится в начале октября. Объединение остальных пяти узловых региональных компаний (Сибирь Телеком, Северо-Западный Телеком, ЮжТелеком, Волга Телеком и Дальсвязь) должно завершиться несколько позже — в ноябре.

В краткосрочном плане, очень многое зависит от результатов объединения в Уральском регионе и того, как рынок отреагирует на создание первой в отрасли узловой региональной компании. В долгосрочном плане это сделает ее акции более ликвидными, увеличит возможности для привлечения долгосрочных средств на рынках капитала и улучшит перспективы для включения акций в фондовые индексы. Тем не менее, несмотря на наличие преимуществ которые дает объединение, следует отметить, что оно может привести к созданию на рынке кратковременно избыточного предложения акций.

В случае с Уралсвязьинформом существует дополнительный риск: отделение от головной компании нерегулируемых видов деятельности, таких как мобильная связь, доступ в Интернет и т. д. В соответствии с требованиями МАПа, эти виды деятельности должны быть выделены из региональных компаний-операторов в самостоятельные предприятия в течение 6 месяцев после завершения консолидации. У Уралсвязьинформа доля таких видов услуг в выручке значительно выше, чем у других региональных компаний — в 2001 г. 16% с последующим увеличением до 19% в 2002 г. и 35% к 2005 г.

Как бы то ни было, мы по-прежнему считаем, что у компании хорошие перспективы и сохраняем расчетную цену акции на уровне \$0,016. От других региональных операторов компания отличается значительно большей открытостью (самый высокий в отрасли рейтинг корпоративного управления по оценке Standard & Poor's), высоким качеством сетей (уровень цифровизации почти 50%) и значительной долей на рынке нерегулируемых услуг связи. Последнюю Уралсвязьинформу, возможно, удастся сохранить, если переговоры между МАП и Связьинвестом, пытающимся оставить эти виды деятельности за узловыми региональными компаниями, успешно завершатся.

Илл. 50. Уралсвязьинформ — Статистическая информация, РСБУ

	Выручка	Прибыль до налогов	Чистая прибыль	EPS	P/S	EV/EBITDA	P/CF	P/E
	\$ млн.	\$ млн.	\$ млн.	\$				
2000	57,35	9,64	8,19	0,001	1,49	6,16	0,57	10,46
2001	76,75	2,28	1,48	0,000	1,12	5,59	0,52	57,87
2002П	93,45	8,98	5,84	0,001	0,92	3,86	0,37	14,67
2003П	98,43	14,70	9,55	0,001	0,87	2,87	0,29	8,97
Интервал за 52 недели: \$0,007-\$0,0117			Обыкновенных акций в обращении: 8,743 млн.			Mcap \$86 млн.		

Источники: отчёты компании, оценки Альфа-Банка



Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 51. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	309	351	399
ЕБИТДА, млн. \$	24	83	123	152
Чистая прибыль, млн. \$	-39	30	51	51
P/E	Н/З	10,0	5,9	5,9
EV/ЕБИТДА	11,6	3,3	2,3	1,8
Капитализация, млн. \$	301			
EV, млн. \$	277			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 52. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Сильные балансовые показатели
- Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг
- Альфа Групп как стратегический инвестор

Слабые стороны

- Очень низкая ликвидность
- Отсутствие привлекательных активов на мобильном рынке

Возможности

- Создание одного из крупнейших российских альтернативных операторов на базе Совинтела и ТелеРосса
- Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров

Угрозы

- Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 53. Основные события

Дата	Событие
5 сентября	Голден Телеком приобрёл 50% акций Совинтела. Голден Телеком (ГТ, GTI) объявил о завершении сделки по приобретению 50% акций Совинтела у Ростелекома. ГТ заплатит за пакет \$102,35 млн., из которых \$56 млн. будут в виде денег и \$46,35 млн. — собственными акциями (одна акция оценивается по \$11,75). В результате консолидации ГТ ожидает, что выручка за 2002 г. составит \$280 млн., а ЕБИТДА — \$90 млн. Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акции ГТ с расчётной ценой \$24.

Источник: оценки Альфа-Банка

МТС

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1 294	1 556	1 773
ЕБИТДА, млн. \$	424	589	724	824
Чистая прибыль, млн. \$	207	259	302	343
P/E	15,0	12,0	10,3	9,1
EV/ЕБИТДА	7,6	5,5	4,4	3,9
Капитализация, млн. \$	3 110			
EV, млн. \$	3 209			
Число абонентов, '000	3 042			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 55. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Чрезвычайно прочное финансовое положение
- 32% регионального рынка мобильной связи

Слабые стороны

- Незначительное количество акций в свободном обращении
- Недостатки в уровне обслуживания клиентов

Возможности

- Введение тарифных планов pre-paid

Угрозы

- Невыгодные условия поглощения UMC
- Неопределенность в отношении доли Deutsche Telekom

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 56. Основные события

Дата	События
10 сентября	Deutsche Telekom может реализовать часть своего 40% пакета акций МТС. DT может продать только часть своего пакета и сохранить блокирующий пакет акций МТС. Слухи о возможном выходе DT с российского рынка берут начало в рекомендациях финансового консультанта DT о возможных путях сокращения задолженности в размере 164 млрд., которые предполагают продажу некоторых активов.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	706	884	1 038
ЕБИТДА, млн. \$	148	228	301	366
Чистая прибыль, млн. \$	47	84	111	146
P/E	28,2	15,9	12,0	9,1
EV/ЕБИТДА	10,1	6,6	5,0	4,1
Капитализация, млн. \$	1 334			
EV, млн. \$	1 500			
Число абонентов, '000	1 669			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 58. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Уверенное лидерство на московском рынке
- Приход Альфа Групп в качестве стратегического инвестора

Слабые стороны

- Низкий ARPU новых абонентов
-

Возможности

- Выход на рынки оставшихся регионов и Украины
- Уменьшить плату за интерконнект в связи со структурными изменениями на московском рынке связи

Угрозы

- Дорогой выход на рынок Санкт Петербурга

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 59. Основные события

Дата	Событие
6 сентября	ВымпелКом сохранил в августе лидерство в Москве (51% чистого прироста абонентской базы); МТС ведёт в регионах. Консалтинговое агентство Advanced Communications & Media опубликовало статистику рынка мобильной связи на конец августа. Общее количество российских абонентов мобильной связи увеличилось относительно предыдущего месяца на 7,4% до 13 430 000 чел. Абонентская база МТС выросла на 7,6% до 5 040 000 чел.; у ВымпелКома этот показатель вырос на 3,9% до 3 770 000 чел. Мегафон добавил 10% к своей абонентской базе, которая достигла 2 068 724 чел.
12 сентября	Министерство по Антимонопольной Политике разрешило получение ВымпелКомом лицензии GSM-1800 покрывающей С-Петербург и Северо-западный регион. Компания может получить лицензию GSM-900 для С-Петербурга до конца этого года, а для Северо-Западного региона — в течение года (за исключением Калининградской области, где отсутствуют свободные частоты этого диапазона). Мы считаем, что вход на рынок мобильной связи С-Петербурга окажется достаточно дорогим для компании, так как строительство сети GSM-1800 примерно на 30% дороже строительства сети GSM-900.

Источник: оценки Альфа-Банка

Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	307	340	361
ЕБИТДА, млн. \$	126	149	172	180
Чистая прибыль, млн. \$	13	30	62	69
P/E	45,6	18,9	7,7	6,9
EV/ЕБИТДА	5,1	4,3	3,7	3,6
Капитализация, млн. \$	525			
EV, млн. \$	645			
Используется линий, '000	159			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 61. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Относительно ликвидная региональная компания
- Контрольный пакет МТУ-Информ

Слабые стороны

- Одни из наиболее устаревших региональных сетей
- Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации

Возможности

- Выпуск АДР 3-го уровня при сохранении контроля над МТУ-Информом
- Введение поминутной тарификации со второй половины 2002 г

Угрозы

- Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах
- Погашение значительного долга в 2002 г.

Источники: оценки Альфа-Банка

Ростелеком

Илл. 62. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	873	877	880	907
ЕБИТДА, млн. \$	319	384	381	407
Чистая прибыль, млн. \$	133	165	126	127
P/E	7,3	5,9	7,7	7,7
EV/ЕБИТДА	3,0	2,5	2,5	2,3
Капитализация, млн. \$	878			
EV, млн. \$	945			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 63. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2007 г.
- Обладает инфраструктурой национального значения

Слабые стороны

- Бизнес не диверсифицирован
- Отсутствие стратегии развития

Возможности

- Стать ведущим провайдером услуг Интернет
- Более справедливая схема расчетов с региональными компаниями

Угрозы

- Консолидация региональных компаний связи
- Значительная девальвация рубля

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 64. Основные события

Дата	Событие
4 сентября	12%-ное снижение пересмотренной чистой прибыли за 2001 г. не повлияет на фундаментальные показатели Ростелекома. Ростелеком выпустил пересмотренную финансовую отчетность за 2001 г. по МСФО, которая была составлена Arthur Andersen, бывшим аудитором компании на 2001 финансовый год, и скорректирована Ernst & Young (в 1999 и 2000 гг. аудитором была компания PricewaterhouseCoopers). Новая отчетность содержит некоторые изменения, в основном влияющие на затратную часть. Операционные затраты были повышены на 3,2% с 23,3 млрд. руб. до 24,0 млрд. руб., наибольшее увеличение потерпели затраты на персонал, выросшие на 7,7%. Другое значительное изменение — увеличение доли меньшинства с 127 млн. руб. до 281 млн. руб. Это привело к уменьшению операционной и чистой прибыли на 24,8% и 11,9%, соответственно. ЕБИТДА снизилась на 7,4%. В то же время, выручка в размере 26,3 млрд. руб. (\$872,4 млн.) не изменилась
12 сентября	Выручка Ростелекома снизилась в 1П02 на 12% до \$415 млн., норма ЕБИТДА повысилась на 43% по причине низких издержек. Результаты Ростелекома по МСФО за 1П02 продолжают тенденции сокращения затрат и снижения выручки. Улучшение нормы ЕБИТДА с 38% до 43% — позитивный факт, однако возможности дальнейшего сокращения издержек ограничены. Мы полагаем, что дальнейшая эффективность (производительность) компании будет зависеть от способности менеджмента реализовать планы по росту выручки. То тех пор мы сохраняем нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акции, с расчётной ценой \$1,45.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

В сентябре Норильский Никель и Северсталь обнародовали итоги за 2001 г. (по IAS)

Главными факторами влияния на котировки акций станут новые контракты на сбыт продукции

Металлургия

В сентябре Норильский Никель и Северсталь обнародовали, наконец, финансовые итоги (по IAS) за 2001 г. Снижение показателей выручки у обеих компаний совпало с нашими ожиданиями, и объясняется вялостью мирового рынка металлов в 2001 г. В сравнении с 2000 г. выручка упала: у Норильского Никеля — на 27%, у Северстали — на 14%. В то же время показатели рентабельности у обеих компаний значительно разошлись с нашими прогнозами:

- В результате переоценки активов и инвестиционных списаний в ходе реструктуризации компании (\$575 млн.), чистые убытки Северстали достигли \$467 млн. (мы прогнозировали прибыль \$116 млн.), по сравнению с чистой прибылью в \$453 млн. в 2000 г.
- В 2001 г. Норильский Никель объявил чистую прибыль в \$1,2 млрд. Из них \$754 млн. пришлось на финансовые поступления в результате урегулирования займа, полученного от Министерства финансов (мы прогнозировали чистую прибыль в \$570 млн.).

Полагаем, что в ближайшей перспективе главными факторами влияния на котировки акций Норильского Никеля станут объявление о заключении долгосрочных контрактов с конечными потребителями палладия, а также публикация долговременной стратегии компании. Катализаторами роста акций Северстали будут: выход консолидированного финансового отчета за 2001 г., отчета по IAS за 1-й кв. 2001 г., а также итоги переговоров о расширении объемов экспорта стальной продукции в США.

Норильский Никель

Илл. 65. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 378	3 294	4 118	4 034
ЕБИТДА, млн. \$	1 320	1 022	1 640	1 511
Чистая прибыль, млн. \$	469	344	949	937
P/E	7,9	10,8	3,9	3,9
EV/ЕБИТДА	3,1	3,9	2,5	2,7
Капитализация, млн. \$	3 701			
EV, млн. \$	4 036			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 66. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Диверсифицированная экспортная выручка
- Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора

Слабые стороны

- Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями
- Социальные расходы превышают 100 млн. долл. в мес.

Возможности

- Реализация обновленной программы модернизации
- Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)

Угрозы

- Информация об объемах производства и резервах засекречена
- Рост экспортных пошлин, снижение квот на экспорт МПГ

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 67. Основные события

24 сентября **Норильский Никель впервые за 5 лет раскрыл засекреченную ранее информацию о производстве и продажах основных металлов.** Производство никеля в 2001 г. достигло 223,000 т (на 4% меньше наших оценок) и производство меди составило 474,000 т (на 3% ниже наших оценок). Основываясь на предоставленных данных, мы можем заключить, что в течение 1999–2001 компания накопила 64,000 т. никеля. Принимая во внимание, что в 2002 Норильский Никель использовал 60,000 т. в качестве обеспечения \$200 млн. кредита, предоставленного синдикатом западных банков, мы оцениваем, что запасы никеля компании находятся на уровне менее 10,000 т.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 68. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 789	2 088	2 464	2 067
ЕБИТДА, млн. \$	284	380	755	239
Чистая прибыль, млн. \$	-467	172	453	64
P/E	Н/З	6,3	2,4	16,8
EV/ЕБИТДА	3,8	2,8	1,4	4,5
Капитализация, млн. \$	1082			
EV, млн. \$	1082			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 69. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2001 г. — 16%
- Профессиональная команда руководства

Слабые стороны

- Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении — около 6%
- Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали

Возможности

- Проект «Альянс-1420» по производству труб большого диаметра
- \$180 млн. СП с Usinor по производству оцинкованной стали

Угрозы

- Введение дополнительных ограничений на экспорт Arcelor, ожидает в ближайшем будущем получить кредит от ЕБРР в размере 92 млн. евро для финансирования производства оцинкованной стали.
- Ухудшение условий поставки сырья — угля и руды

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 70. Основные события

Дата	Событие
2 сентября	Северсталь закончила 2001 г. с \$467 млн. убытка (МСФО) после списания \$575 млн. Снижение выручки соответствовало нашим ожиданиям, тогда как рост административных и коммерческих расходов привёл к несколько меньшей норме ЕБИТДА 16%, чем ожидалось — 17%. В результате переоценки основных фондов компания увеличила амортизацию на 52% до \$192 млн., что тоже отразилось на снижении нормы операционной прибыли в 2001 г. до незначительных 5% (34% в 2000 г., мы ожидали 10%).
23 сентября	СП СеверГал добавит до 6% к выручке Северстали в 2004, окупаемость — 4 года. СеверГал, совместное предприятие Северстали и Arcelor, ожидает в ближайшем будущем получить кредит от ЕБРР в размере 92 млн. евро для финансирования производства оцинкованной стали. ЕБРР примет окончательное решение 22 октября 2002 года.
24 сентября	Министерство торговли США и представители Северстали, НЛМК и ММК подписали соглашение, ограничивающее поставки холоднокатаного проката. Возможность возобновить поставки холоднокатаного проката в США важна для Северстали, поскольку компания стремится сохранить свою нишу поставщика высококачественной продукции на американский рынок. В 2001 экспорт в США составил 12% экспорта компании. Мы полагаем, что способность увеличить экспортные продажи остается одним из основных катализаторов компании, и сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ акции компании.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Машиностроение

Группа ОМЗ опубликовала итоги за 2001 г. (по US GAAP) и за 1-е полугодие 2002 г. (по РСБУ)

В сентябре группа Объединённые Машиностроительные Заводы выпустила отчет за 2001 год (по US GAAP) и за 1-е полугодие 2002 г. (по РСБУ). Как мы и предполагали, компания показала значительный рост продаж (особенно в сегменте оборудования для АЭС и для нефтегазового комплекса). Операционная рентабельность по РСБУ выросла (с 9,8% в 1-м полугодии 2001 г. до 12% в 1-м полугодии 2002 г.). Тем не менее, показатели прибыли оказались не столь впечатляющими — из-за дополнительных внереализационных издержек (уплата процентов) и уменьшения дохода от продажи непрофильных активов.

Мы пересмотрели финансовую модель с учетом возросших расходов по неосновным видам деятельности, что привело к сокращению расчетной (на 2002 г.) чистой рентабельности до 5,0% (по сравнению с нашим прошлым прогнозом 8,9%). На основе скорректированной модели DCF мы оцениваем компанию в \$260 млн., или по \$7,3 за акцию. По расчетному коэффициенту EV/EBITDA (2002 г.) акции ОМЗ торгуются с дисконтом в 73% к сопоставимым мировым компаниям. Мы сохраняем по этим акциям рекомендацию ПОКУПАТЬ.

ОМЗ продолжают консолидацию российско-го судостроения

В ходе презентации, состоявшейся 13 сентября в ММВЦ, ОМЗ объявили о планах расширить свое участие в судостроительной компании Алмаз (с 30% до 75%). В июле 2002 г. на Алмазе были спущены на воду два патрульных катера класса «Светляк», заказанные Вьетнамом. По условиям контракта на \$26,4 млн. корабли будут переданы заказчику к январю 2003 г. Консолидация Алмаза может увеличить выручку ОМЗ за 2002 г. (оц.) на 6%.

Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 71. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	355	394	410	454
EBITDA, млн. \$	55	66	65	78
Чистая прибыль, млн. \$	26	17	23	33
P/E	5,9	9,1	6,7	4,7
EV/EBITDA	2,8	2,3	2,4	1,9
Капитализация, млн. \$	152			
EV, млн. \$	152			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 72. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 70% рынка бурового,
- 78% металлургического, 95% горнодобывающего оборудования
- Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня

Слабые стороны

- Рост объема производства ограничен вследствие перебоев в процессе производства
- Недостаток квалифицированной рабочей силы

Возможности

- Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2001–2005 гг. — 230 млн.долл.
- Выход на новый сегмент рынка (плавающие буровые платформы)

Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 73. Основные события

Дата	Событие
2 сентября	Опубликованы результаты деятельности ОМЗ за 2001 г. по US GAAP, аудированные Ernst&Young: выручка выросла на 30%, чистая прибыль — на 1600%. EBITDA вышла из отрицательной зоны и составила в 2001 г. \$33 млн. Хотя полный отчет не был опубликован, возможно, это результат улучшения прибыльности на операционном уровне.
13 сентября	Выручка ОМЗ в 1П02 выросла год-к-году на 36%. В соответствии с отчетностью ОМЗ по РСБУ за 1П02, компании удалось увеличить выручку год-к-году на 36% до \$193 млн. Такое увеличение выручки соответствует нашим ожиданиям, и мы сохраняем неизменным наш прогноз выручки группы за весь 2002 г. на уровне \$394 млн. На основе пересмотренной модели DCF, компания должна быть оценена в \$260 млн., или по \$7,3 за акцию. Исходя из оценки на 2002 г. мультипликатора EV/EBITDA, ОМЗ торгуется относительно зарубежных аналогов с дисконтом 73%. Мы сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев, CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

Сан Интербрю отстаёт от темпов роста производства пива в стране (за 1-е полугодие 2002 г. составившего 15%, в годовом исчислении)

Пивной рынок России демонстрирует мощный рост производства: в январе–августе 2002 г. его объем составил 50,9 млн. гектолитров (рост на 15%, в годовом исчислении). Финансовые итоги Сан Интербрю за 1-е полугодие 2002 г. оказались хуже, чем ожидалось, что заставило нас пересмотреть в сторону понижения рейтинг компании (с ПОКУПАТЬ на НАКАПЛИВАТЬ) при новой расчетной цене \$6,5 за акцию. Доля компании на российской пивном рынке снизилась, по сравнению с концом 2001 г., на 1,8 процентных пункта (до 11%). Объем продаж увеличился на 20% (с \$158 млн. в 1-м полугодии 2001 г. до \$191 млн. в 1-м полугодии 2002 г.). Валовая рентабельность увеличилась (с 43% в 1-м полугодии 2001 г. до 44% в 1-м полугодии 2002 г.). При этом коммерческие и управленческие расходы в 1-м полугодии 2002 г. выросли до 38% от объема нетто продаж, а операционная рентабельность сократилась на 6%. За 1-е полугодие 2002 г. чистые убытки составили \$3,8 млн. (против \$7 млн. чистой прибыли за 1-е полугодие 2001 г.).

В ноябре Сан Интербрю и Балтика выпустят отчеты за 9 месяцев 2002 г. (по US GAAP), и эти цифры станут главными катализаторами роста акций обеих компаний. Сан Интербрю решил свои проблемы с упаковкой, и мы ожидаем, что в 3-м кв. 2002 г. прибыльность компании вернется на прошлогодний уровень.

Вимм-Билль-Данн объявил о мощном росте продаж в 1-м полугодии 2002 г.; мы повышаем рейтинг этой компании до ПОКУПАТЬ

В сентябре компания Вимм-Билль-Данн объявила финансовые итоги за 1-е полугодие 2002 г. (по US GAAP). Значительный рост ее выручки сопровождался коммерческими и управленческими расходами в объеме большем, чем ожидалось. Мы пересмотрели нашу финансовую модель и на основе оценки DCF установили расчетную цену в \$25,3 за акцию. Мы повышаем рейтинг с НАКАПЛИВАТЬ до ПОКУПАТЬ — и продолжаем считать темп расширения бизнеса главным фактором, влияющим на котировки акций компании.

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ Вимм-Билль Данн

Илл. 74. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	674,6	871,9	1031,5	1219,5
ЕБИТДА, млн. \$	73,7	96,5	98,6	144,0
Чистая прибыль, млн. \$	31,7	51,0	49,5	81,9
P/E	23,56	14,66	15,12	9,13
EV/ЕБИТДА	11,48	8,77	8,59	5,88
Капитализация, млн. \$	748			
EV, млн. \$	846			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 75. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Ведущий российский производитель соков и молочной продукции
- Обширная дистрибуторская сеть

Слабые стороны

- Низкий уровень загрузки мощностей на ряде региональных заводов
- Приобретаемые предприятия требуют модернизации для обеспечения уровня качества

Возможности

- Успешная стратегия по приобретению компаний позволит расширить рынки сбыта
- Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока

Угрозы

- Нехватка сырого молока для производства молочной продукции
- Усиление конкуренции со стороны международных и российских компаний

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 76. Основные события

Дата	Событие
10 сентября	Выручка WBD выросла на 22% из-за увеличения производства на 19%, EBITDA не изменилась. В соответствии с финансовой отчетностью компании WBD по US GAAP, в 1П02 выручка компании выросла на 22% благодаря сильному росту продаж как молочных продуктов, так и соков. WBD увеличил продажи молочных продуктов на 13% за год, что соответствует среднеотраслевому показателю 12.4%. В сегменте соков WBD увеличил объемы производства на 33.5%, что по нашим оценкам позволило компании увеличить рыночную долю в России на 2 п.п. до 34%. Основываясь на пересмотренной модели, компания WBD должна быть оценена на уровне \$1.1 млрд., или \$25.3 за акцию, что предполагает премию в 50% относительно текущей цены. Мы увеличиваем рекомендацию с НАКАПЛИВАТЬ до ПОКУПАТЬ и продолжаем рассматривать темпы экспансии в качестве основного катализатора.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 77. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537	711	825	942
EBITDA, млн. \$	203	254	297	321
Чистая прибыль, млн. \$	129	157	188	203
P/E	12,03	9,92	8,27	7,63
EV/EBITDA	7,68	6,15	5,26	4,86
Капитализация, млн. \$	1 553			
EV, млн. \$	1 562			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	121			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 78. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Ведущий российский производитель пива, обладающей национальной маркой
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Одно из наиболее прибыльных пивоваренных предприятий развивающихся рынков

Слабые стороны

- Отсутствие полностью интегрированной дистрибьюторской сети
- Низкая ликвидность и незначительный объем акций в свободном обращении

Возможности

- Рост потребления пива в России
- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351,5	418,1	489,3	558,0
EBITDA, млн. \$	85,3	83,1	115,5	141,5
Чистая прибыль, млн. \$	20,1	18,9	39,9	57,5
P/E	21,15	22,51	10,65	7,39
EV/EBITDA	5,85	6,01	4,32	3,53
Капитализация, млн. \$	425			
EV, млн. \$	499			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 80. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- Вторая по величине российская пивоваренная компания с широко узнаваемыми марками
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Развитая дистрибьюторская сеть

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Программа фокусировки продаж на основных марках обеспечит рост выручки

Угрозы

- Замедление темпов роста потребления пива в России

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 81. Основные события

Дата	Событие
17 сентября	Sun Interbrew: чистый убыток составил \$3.8 млн. в 1П02 против \$7 млн. в 1П01. Sun Interbrew опубликовала результаты за 1П02 по US GAAP. Компания не увеличила объемы производства за второй квартал. В результате, производство выросло на 4.8% с 6.2 млн. гкл в 1П01 до 6.5 млн. гкл в 1П02. Рыночная доля Sun Interbrew на российском рынке пива составила 11% в 1П02 против 12.8% в 2001. Результаты хуже, чем мы ожидали, а потому мы меняем рекомендацию с ПОКУПАТЬ до НАКАПЛИВАТЬ с новой расчетной ценой \$6.5.

Источник: оценки Альфа-Банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 82. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	89	96	101	106
EBITDA, млн. \$	19	21	23	26
Чистая прибыль, млн. \$	13	16	16	17
P/E	6,41	5,11	5,06	4,66
EV/EBITDA	3,31	3,02	2,79	2,51
Капитализация, млн. \$	81			
EV, млн. \$	64			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 83. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли
- Удачное местоположение

Слабые стороны

- Зависимость от доходов потребителей, которые в данное время достаточно низки
- Отсутствие внешних источников финансирования

Возможности

- Рост доходов российских потребителей

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-Банка

Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Банковский сектор

Илл. 84. Основные события

Дата	События
2 сентября	<p>Агентство S&P улучшает рейтинги и прогнозы российских банков, однако считает повышение суверенного рейтинга РФ в 2002 г маловероятным. Агентство S&P повысило долгосрочные рейтинги четырех российских банков:</p> <ul style="list-style-type: none"> - рейтинг Альфа-Банка был повышен до уровня «В-», прогноз стабильный; - рейтинг банка Петрокоммерц был повышен до уровня «В-»; - рейтинг ММБ был повышен до уровня «В»; - рейтинг МДМ-Банка был повышен до уровня «ССС+», прогноз стабильный. <p>Вместе с тем, по заявлению агентства, повышение суверенного рейтинга до конца года маловероятно.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

Сбербанк

Илл. 85. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	25 635	32 483	36 539	38 000
Чистая прибыль, млн. \$	912	1 089	1 198	1 220
P/E	3,2	2,7	2,4	2,4
Капитализация, млн. \$	3 002			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 86. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- 75%-ная монополия на рынке депозитов
- Гос.участие гарантирует доверие вкладчиков

Слабые стороны

- Рост кредитов ухудшает качество кредитного портфеля
- Филиальная сеть в 1329 отделений слишком дорогостоящая
- Гос.участие отбивает интерес у менеджеров повышать капитализацию

Возможности

- Развитая филиальная сеть облегчает ипотечное кредитование
- Расходы (сейчас 40% доходов) могут быть сокращены на 25%

Угрозы

- Пенсионная реформа может подорвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-Банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова

(7 095) 785-9678

В сентябре волатильность российского долгового рынка возросла

На котировки российских долгов повлияет совокупность разнонаправленных факторов

Рынок облигаций

К концу сентября цены российских суверенных долгов выросли на 0,5-1%, а цены OBB3 (при низком объеме торгов) поднялись на 2-3,5%. В первую половину сентября рынок российских обязательств демонстрировал впечатляющий рост, причем цены облигаций достигли прошлого максимума, наблюдавшегося в середине июля. Главными факторами роста оказались внешние причины. Во-первых, новости из Бразилии увеличили мировой спрос на долговые бумаги развивающихся рынков. Усиление позиций г-на Серра (чья кандидатура считается наиболее благоприятной, с точки зрения рынка) ободрило инвесторов и увеличило вероятность его успеха во втором туре выборов. Во-вторых, в предвидение возможной войны с Ираком цены на нефть резко выросли, и это также оказало благоприятное воздействие на рынок российских долгов. Кроме того, крупные купонные выплаты по облигациям категорий Global и Brady поддержали восходящий тренд.

Впрочем, во второй половине сентября тренд поменял направление на противоположное. Массовый сброс долговых бумаг был спровоцирован намерением России разместить еврооблигации со сроком погашения в 2010 и 2030 гг. — в рамках реструктуризации коммерческого долга (\$1,1 млрд). Нестабильность на рынке бразильских долгов не добавила уверенности инвесторам (которые стали опасаться, как бы дополнительная поддержка, позволившая кандидатуре Лулы «зашкалить» за 40%, не свела выборы к голосованию в один тур). В ответ на это рынок российских долгов откатился до уровня начала сентября.

В сентябре объемы торгов за день в среднем были ниже уровня предыдущего месяца. Накануне годовщины «атаки 11 сентября» рынок практически замер. В течение нескольких дней ценовые изменения носили чисто индикативный характер.

В начале октября инвесторы будут внимательно следить за событиями в Бразилии. Результаты президентских выборов окажут большое влияние на рынок. Если в первом туре г-н Лула получит свыше 50% голосов (что сделает ненужным второй тур), то мировые цены долговых бумаг пойдут вниз.

Предполагаемое размещение Россией еврооблигаций на сумму \$700 млн. со сроком погашения в 2010 и 2030 годах (в рамках реструктуризации коммерческого долга) станет еще одним важным событием для рынка российских долгов. Однако негативный эффект от этого шага может быть смягчен, если эмиссия еврообондов совпадет с купонными выплатами (\$563 млн.) по облигациям Russia-10 и Russia-30. В то же время купонные выплаты по облигациям типа Global и Brady (порядка \$1,8 млрд.) поддержат инвестиционное настроение на развивающихся рынках.

Илл. 87. Основные события

Дата	Событие
2 сентября	Объем платежей РФ по внешнему долгу в 2003 г снижен на \$1-1,5 млрд. Первоначально Минфин оценивал объем платежей в 2003 г на уровне \$19 млрд. Однако, учитывая (1) досрочное погашение задолженности ЦБ перед МВФ (с погашением в 2003 г в объеме \$2,7 млрд.), а также (2) заявление Минфина о сокращении платежей по еврооблигациям и ОВВЗ на \$1,5 млрд., можно ожидать, что объем выплат по внешнему долгу в следующем году составит около \$15 млрд. Это заявление поддержало восходящий ценовой тренд на российском долговом рынке.
6 сентября	Совет директоров МВФ утвердил кредитную программу для Бразилии. Процедура носила чисто технический характер и не повлияла на рынок.
9 сентября	Выездная презентация (Road-show) еврооблигаций ОАО «Газпром» запланирована на 26 сентября. Предполагаемый выпуск может составить от \$400 млн. до \$1 млрд. со сроком обращения до 10 лет. Размещение облигаций планируется в США.
17 сентября	РФ выступит с офертой на обмен коммерческого долга СССР до 25 сентября. Учитывая объем выверенной задолженности (\$1,1 млрд.), объем эмиссии еврооблигаций в обмен на долг составит не более \$700 млн. Это намерение привело к снижению цен российских еврооблигаций, особенно Евро-30.
20 сентября	Газпромбанк разместил (номинированные в евро) еврооблигации со сроком обращения 3 года. Доходность к погашению составит 9,8%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 88. Динамика валютных облигаций на 30 июня

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	98,25	0,26	5,8	3,05	0,60
Минфин 5	14.05.08	70,25	4,27	10,2	4,27	4,64
Минфин 6	14.05.06	82,25	2,65	8,9	3,65	3,16
Минфин 7	14.05.11	59,00	5,59	10,4	5,08	6,59
Минфин 8	14.11.07	74,13	2,42	10,2	4,05	4,43
Еврооблигации						
Евро-03	10.06.03	105,38	0,00	4,0	11,15	0,67
Евро-05	24.07.05	105,75	1,08	6,5	8,27	2,46
Евро-07	26.06.07	107,75	0,94	8,0	9,28	3,70
Евро-10	31.03.10	99,63	0,76	7,4	8,28	0,07
Евро-18	24.07.18	109,50	1,86	9,8	10,05	7,66
Евро-28	24.06.28	121,25	1,25	10,4	10,52	8,49
Евро-30	31.03.30	70,38	0,90	10,0	7,10	0,10
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.04	105,34	1,29	7,4	9,73	1,70
Москва-06, €	28.04.06	106,40	1,42	8,8	10,29	2,81
Ниж. Новгород	10.03.02	91,50	1,80	17,1	4,78	-
Ямало-Ненец. АО	15.12.02	54,30	-5,57	8,5	17,50	0,09
Корпоративные облигации						
Татнефть	29.10.02	100,23	0,23	6,3	8,98	0,09
Мосэнерго	09.10.02	100,04	0,29	7,0	8,37	0,04
ММК, □	18.02.05	93,06	0,16	13,5	10,75	1,87
Газпромбанк, □	22.12.03	101,14	-0,36	8,7	9,64	1,06
Роснефть	20.11.06	106,68	1,48	10,7	11,95	3,08
Сибнефть	13.02.07	104,27	2,33	10,3	11,03	3,37
МТС	21.12.04	101,45	1,66	10,2	10,79	1,90

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



Владимир Кравчук

(7 095) 795-3743

Оксана Клыпина

(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: начало восходящего тренда

Илл. 89. Индекс РТС — Основные технические индикаторы, 26 сентября 2002 г.

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон сентября				
		Краткосрочный	Долгосрочный									
РТС	ЛОНГ	333	Бычий	Нисходящий	C4	426,91	Годовой максимум	П1	339,09	28-дневная МА	Откр.	333,75
	Цель	375	ускоряется	замедляется	C3	397,67	Максимум 10.06.02	П2	334,49	7-дневная МА	Макс.	347,09
	ПОКУПКА	340-345			C2	380,50	61,8%-ная корр. Фибо	П3	324,10	Минимум 20.09.02	Мин.	324,10
	Цель	400			C1	351,83	38,2%-ная корр. Фибо	П4	305,47	Основной	Закр.	344,09

Источник: оценка Альфа Банка

- На РТС наблюдается начало явного восходящего тренда, и вскоре мы ожидаем ралли
- Мы держим длинные позиции, открытые по 333 с целью 375
- Мы сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ по 340–345 с целью 400

Илл. 90. Индекс РТС — Дневные технические индикаторы по состоянию на 27 сентября 2002 г.



Fri Sep 27 2002 12:48:44

СQG © 2002

Источник: Источник: CQG, оценка Альфа Банка

Краткосрочный тренд и циклы

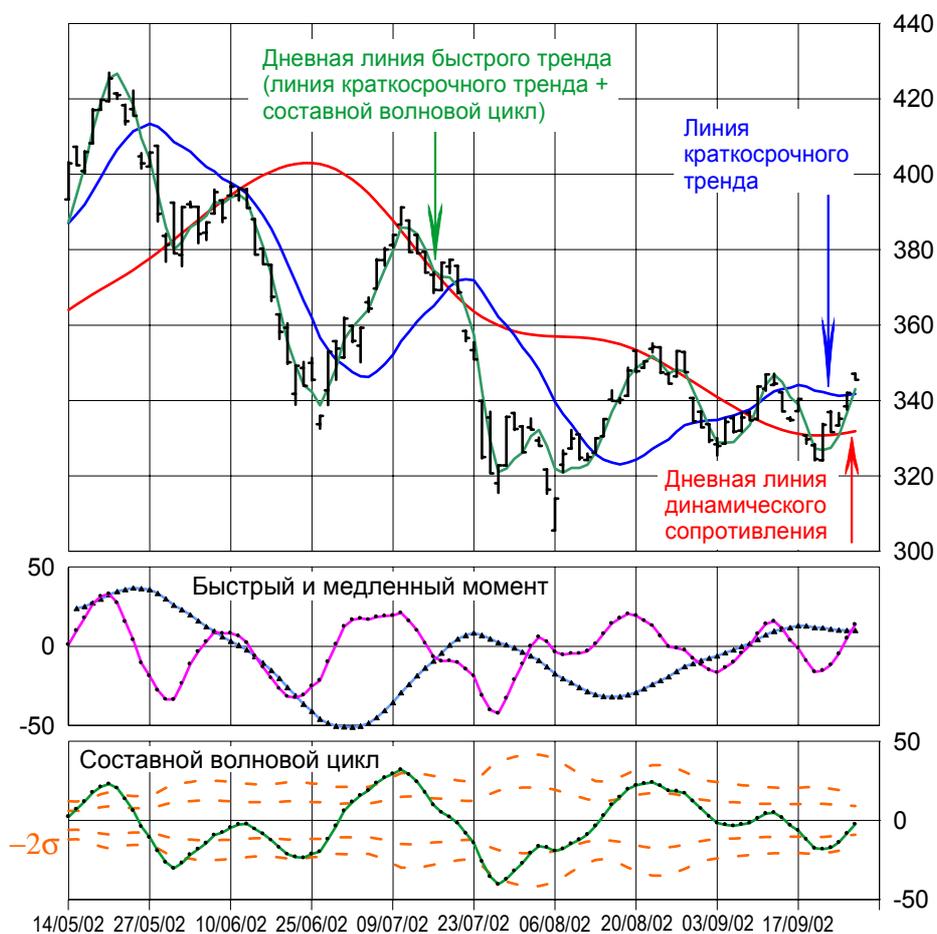
Краткосрочный тренд на РТС явно бычий

Краткосрочный тренд на РТС явно бычий и, кроме того, он ускоряется. На это указывают линии быстрого и медленного моментов в средней части Илл. 91. Кроме того, на дневной линии быстрого тренда снова наблюдается модель «двойное основание на дне», которая часто предшествует глобальному перелому тенденции. В настоящее время дневная линия быстрого (включающая циклы) тренда растет и находится выше

как дневной линии динамической поддержки/сопротивления, так и линии краткосрочного тренда. Рост индекса РТС в области, находящейся выше дневной линии динамического сопротивления (теперь она служит поддержкой) указывает на силу бычьих настроений на рынке. Дополнительным аргументом в пользу начала ралли на РТС является «пробой» верхней границы нисходящего канала (см. Илл. 90), господствующего на рынке с весны этого года.

Линия медленного момента в средней части Илл. 91 находится в положительной области, и пока движется вбок. Это, тем не менее, указывает на бычий рынок (момент положителен). Линия быстрого момента в настоящее время растет и ускоряется, также находясь выше нулевой отметки. Этот факт может рассматриваться как еще один бычий сигнал.

Илл. 91. Индекс РТС — Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 26 сентября 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

На наш взгляд, уже сформировался новый восходящий канал (Илл. 90), верхняя граница которого в середине октября нацелена на уровень 380. Следует отметить также тот факт, что значение индекса уже третий день подряд находится выше 28-дневной скользящей средней, что не может порадовать «медведей».

Краткосрочная составная волна растет в нейтральной области

Краткосрочная составная волна растет в нейтральной области, где ускорение максимально. Экстремально маленький уровень волатильности составной волны (см. Илл. 91) однозначно указывает на высокую вероятность начала сильного движения на РТС в самое ближайшее время.

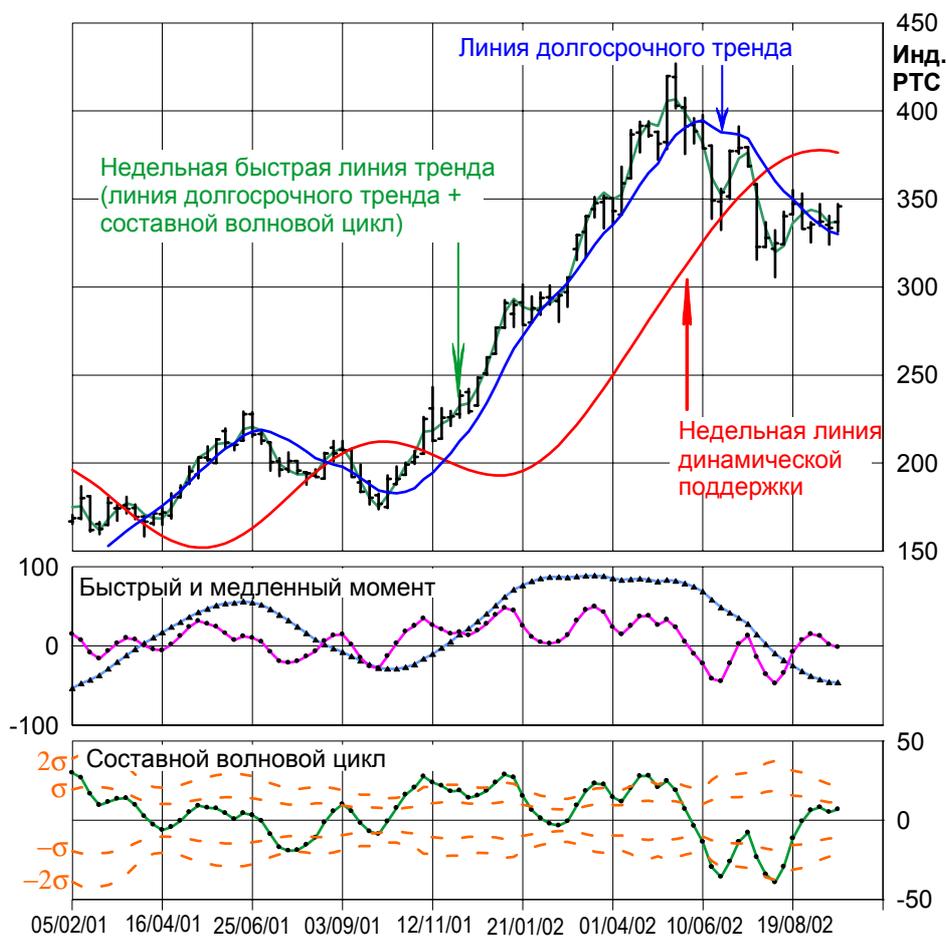
Долгосрочный тренд все еще медвежий, но имеются признаки его замедления

Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд все еще медвежий, но есть явные признаки его замедления (см. линию долгосрочного тренда в верхней части Илл. 92). Недельная быстрая линия тренда (включающая циклы) пересекла линию долгосрочного тренда снизу вверх и формирует новое «дно», что указывает на замедление нисходящей тенденции.

Линия медленного момента также формирует локальный минимум на негативной территории, что увеличивает вероятность близкого разворота долгосрочного тренда в сторону восходящего. Недельный быстрый момент уже пробил нулевую отметку, что является сильным «бычьим» сигналом, несмотря на некоторое его (момента) замедление.

Илл. 92. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 26 сентября 2002 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Долгосрочная составная волна растет в нейтральной области

Несколько недель назад долгосрочная составная волна сформировала модель «двойное основание» и затем пересекла нулевую отметку. Сейчас она растет, находясь в нейтральной области, что указывает на большую вероятность дальнейшего роста индекса. В настоящее время потенциал роста индекса за счет долгосрочной составной волны составляет приблизительно 50 пунктов.

Уровни поддержек и сопротивлений

Основная зона сопротивления на РТС — это 380–400

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений РТС показаны на Илл. 89 и Илл. 90. Основным уровнем поддержки остается 305. Основная область сопротивления для РТС — 380–400. Важная область поддержки



335–340 находится между 7-дневной и 28-дневной скользящими средними.

Мы полагаем, что индекс РТС достигнет значения 375 уже в октябре с.г.

Потенциал роста и падения

На основе вышесказанного мы пришли к следующим выводам.

1. Мы видим признаки начала нового восходящего тренда на РТС и прогнозируем ралли в самое ближайшее время.
2. Мы по-прежнему держим длинные позиции, открытые по 333 с целью 375 и сохраняем нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ по 340-345 с промежуточной целью 400.
3. Потенциал роста индекса РТС значителен; мы по-прежнему считаем, что индекс РТС имеет хорошие шансы пробить отметку 400 и затем консолидироваться в области 400–420 перед дальнейшим ростом. По этой причине покупка по 340–345 с предварительной технической целью 400 является, на наш взгляд, очень эффективной инвестиционной стратегией.

Наш новый наиболее пессимистичный среднесрочный сценарий уже не предполагает падение индекса РТС ниже 300.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций Доминик Гуалтиери
Телефон/Факс (7 095) 795-3649/(7 095) 745-7897

Аналитический отдел

Телефон/Факс (7 095) 795-3676/(7 095) 745-7897

Начальник аналитического отдела Андрей Руденко
Стратегия/Нефтяная и газовая промышленность Сергей Глазер CFA

Макроэкономика, банковский сектор Наталия Орлова
Нефтяная и газовая промышленность Константин Резников, Анна Бутенко, Александр Свинов

Телекоммуникации/Интернет Андрей Богданов, Елена Роговина
Металлургия, потребительские товары Максим Матвеев CFA, Павел Соколов, Наталья Шевелёва

Энергетика, Транспорт Ольга Филиппова
Государственные ценные бумаги Валентина Крылова, Екатерина Леонова
Технический анализ Владимир Кравчук, Оксана Клыпина
Группа по работе с российскими клиентами Ангелика Генкель, к.э.н.

Переводчик Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон (7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673

Продажи иностранным клиентам Кирилл Суриков
Александр Захаров

Продажи российским клиентам Олег Мартыненко
Александр Насонов
Константин Шапшаров

Рынки капитала/Деривативы Армен Петергов, Алексей Гурьянов
Адрес Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс (44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170

Со-начальники управления рынков и акций Гювен Гирей, Пол ван ден Боогаард

Продажи

Адрес Максим Шашенков, Стив Доунер
City Tower, 40 Basinghall Street
London, EC2V 5DE

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс (212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633

Продажи, торговые операции Николас Бич

Продажи Диана Императоре

Адрес 540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2002 г. Все права защищены

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Содержащаяся в настоящем отчете информация была получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными. Тем не менее, мы не гарантируем точность данной информации, которая может быть сокращенной или неполной. Все мнения и оценки, содержащиеся в настоящем материале, отражают наше мнение на день публикации и подлежат изменению без предупреждения. Информация, представленная в настоящем материале, не предлагается в качестве единственного основания для принятия каких-либо решений в отношении рассматриваемых в настоящем материале ценных бумаг или компаний. Альфа-Банк может иметь длинные или короткие позиции по ценным бумагам и компаниям, упомянутым в настоящем отчете, или иметь в них финансовый интерес. Альфа-Банк не несет ответственность за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений или заявлений, или неполноты информации.